

**STUDI REAKSI INVESTOR TERHADAP PERISTIWA  
AKUISISI PT. BANK INTERNATIONAL INDONESIA TBK  
OLEH MALAYAN BANKING BHD**

**TESIS**

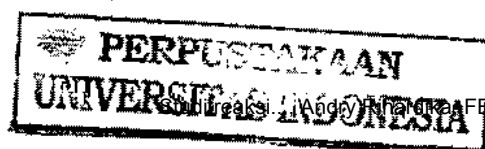
**ANDRY RIHARDIKA**

**0606160335**



T  
~~25561~~  
25561

**UNIVERSITAS INDONESIA  
FAKULTAS EKONOMI  
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAGEMENT  
JAKARTA  
DESEMBER 2008**



2008 12 15 14:00:00 Perpustakaan UI, 2008

**STUDI REAKSI INVESTOR TERHADAP PERISTIWA  
AKUISISI PT. BANK INTERNATIONAL INDONESIA TBK  
OLEH MALAYAN BANKING BHD**

**TESIS**

**Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar  
Magister Management**

**ANDRY RIHARDIKA**

**0606160335**



**UNIVERSITAS INDONESIA  
FAKULTAS EKONOMI  
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAGEMENT  
JAKARTA  
DESEMBER 2008**

## PERNYATAAN ORISINALITAS

**Tesis ini adalah hasil karya saya sendiri, dan semua sumber baik yang dikutip maupun dirujuk telah saya nyatakan dengan benar**

**Nama : Andry Rihardika**

**NPM : 0606160335**

**Tanda tangan : **

**Tanggal : 10 Desember 2008**



## HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh:

Nama : Andry Rihardika  
NPM : 0606160335  
Program Studi : Magister Management  
Judul tesis : Studi Reaksi Investor Terhadap Peristiwa Akuisisi PT.  
Bank International Indonesia Tbk Oleh Malayan Banking  
Bhd

Telah berhasil dipertahankan dihadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Magister Management pada Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia

### DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Rofikoh Rokhim, PhD  
Penguji : DR. Irwan Adi Ekaputra  
Penguji : Imo Gandakusumo, MBA

(Rofikoh Rokhim)  
(Irwan Adi Ekaputra)  
(Imo Gandakusumo)

Ditetapkan di : Jakarta  
Tanggal :

## KATA PENGANTAR

Puji syukur kehadirat Allah SWT, atas berkah-Nya yang melimpah sehingga karya akhir ini dapat terselesaikan. Dalam penyusunan karya akhir ini, penulis mendapat bantuan, bimbingan, dorongan dan doa dari berbagai pihak. Oleh karena itu dalam kesempatan ini penulis ingin mengucapkan terima kasih yang sebesar – besarnya kepada :

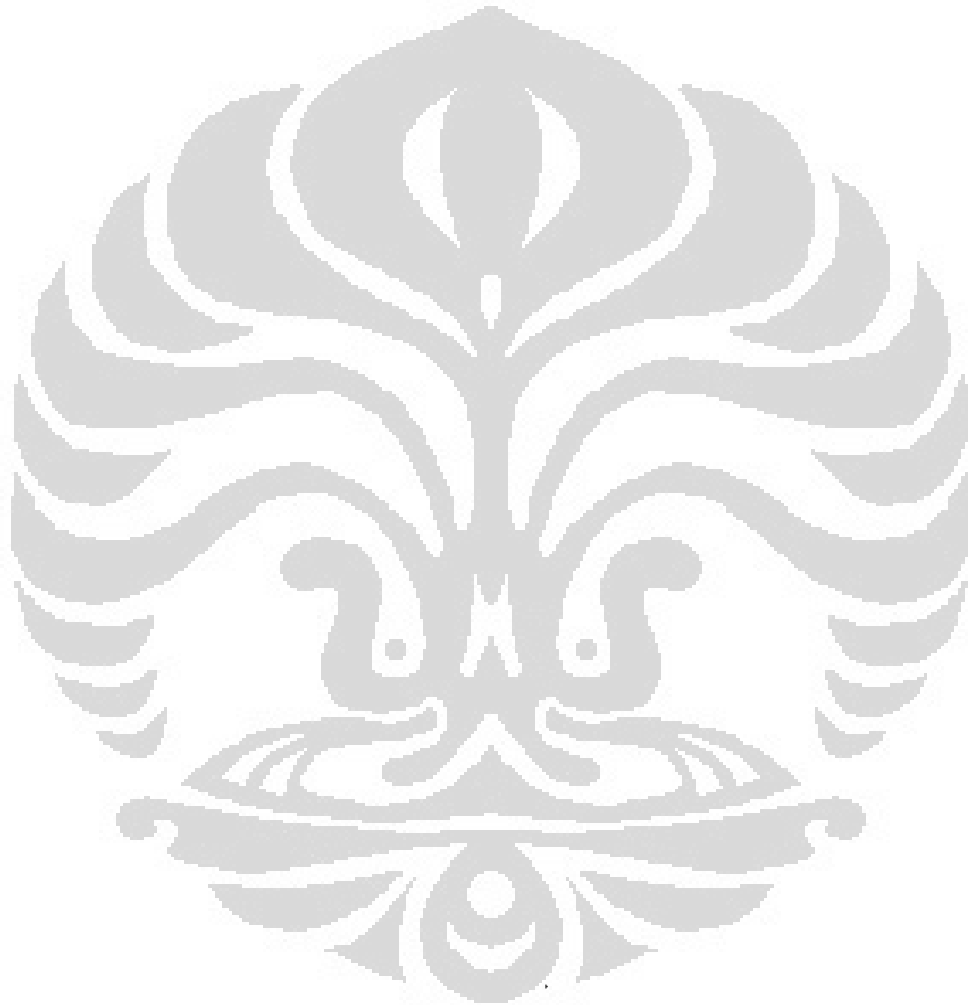
1. Bapak Rhenald Kasali, Ph.D selaku Ketua Program Magister Management Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
2. Ibu Rofikoh Rokhim, Ph.D selaku pembimbing yang dengan sabar mengarahkan dan membantu penyusunan karya akhir ini.
3. Bapak Prof. I Gusti Ngurah Agung, Ph.D yang telah menyediakan waktu dan tenaga untuk memberikan arahan tentang metodologi dan statistik.
4. Seluruh Dosen dan staff MMUI yang telah membantu penyusunan karya akhir ini.
5. Ayah dan Ibu tercinta yang senantiasa mendukung dan memberi semangat sejak awal studi hingga penyusunan karya akhir ini.
6. Kakak-kakak dan adikku tersayang, Yulia Silvianti, Eri Juwita Sari dan Amira Azalia yang telah memberikan inspirasi dan dorongan.
7. Indah Lestari atas semangat dan semua bantuannya.
8. Kantor depan (Jali, Kibo, Madam, Nonon dan Tante) kalian memang luar biasa.
9. Teman-teman MMUI 064 atas keceriaan dan kebersamaanya yang tak terlupakan.
10. Semua pihak yang namanya tidak bisa disebutkan satu per satu, penulis mengucapkan terima kasih atas doa, dan dukungannya, semoga Allah SWT membalas semua kebaikan kalian.

Penulis menyadari masih banyak kekurangan dalam penulisan karya akhir ini, oleh karena itu segala saran dan kritik yang bersifat membangun dan memperbaiki akan diterima dengan senang hati.

Akhir kata, semoga karya akhir ini memberikan manfaat bagi pihak-pihak yang membutuhkan.

Jakarta, 10 Desember 2008

Penulis



**HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI  
TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS**

---

Sebagai sivitas akademik Universitas Indonesia, saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Andry Rihardika  
NPM : 0606160335  
Program Studi : Magister Manajemen  
Departemen :  
Fakultas : Ekonomi  
Jenis karya : Tesis

Demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada Universitas Indonesia **Hak Bebas Royalti Noneksklusif (*Non-exclusive Royalty-Free Right*)** atas karya ilmiah saya yang berjudul : **Studi Reaksi Investor Terhadap Peristiwa Akuisisi PT. Bank International Indonesia Tbk Oleh Malayan Banking Bhd**

Beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Noneksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat, dan memublikasikan tugas akhir saya tanpa meminta izin dari saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Jakarta  
Pada tanggal : 19-Desember 2008  
Yang Menyatakan



(Andry Rihardika)

## ABSTRAK

Nama : Andry Rihardika  
Program Studi : Magister Manajemen  
Judul : Studi Reaksi Investor Terhadap Peristiwa Akuisisi PT.  
Bank International Indonesia Tbk Oleh Malayan Banking  
Bhd

Tesis ini meneliti reaksi investor pada peristiwa akuisisi PT. Bank International Indonesia Tbk oleh Malayan Banking Berhad. Metode penelitian ini menggunakan *event study* dengan tiga *event* penelitian. *Event* pertama adalah pengumuman akuisisi, *event* kedua adalah pembatalan akuisisi dan ketiga adalah pemberian kembali izin akuisisi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *event* pertama mendapatkan respon yang positif dari investor BII dan respon yang negatif dari investor Maybank, *event* kedua tidak mendapatkan respon yang signifikan dari investor BII dan mendapatkan respon yang positif dari investor Maybank dan *event* ketiga mendapatkan respon yang positif dari investor BII dan respon negatif dari investor Maybank.

Kata kunci :

*Event study*, Akuisisi



## ABSTRACT

Name : Andry Rihardika  
Study Program : Magister Management  
Title : The Study Of Investor Reaction To The Acquisition Of  
PT. Bank International Indonesia Tbk By Malayan  
Banking Bhd

This research observed the investors reaction on the acquisition of PT. Bank International Indonesia Tbk by Malayan Banking Berhad and the observation method used is event study analysis. There were three events among that acquisition; the first event was the acquisition announcement, the second was the cancellation of the acquisition and the third was permission to acquire re-granted. Empirical results show that in the first event, BII investors react positively while the investors for Maybank reacts the opposite. In the second event BII investors showed no significant reaction while Maybank investors react positively. The third event showed negative reaction from BII investors, while the opposite for Maybank's.

Keyword:

Event Study, Acquisition

## Daftar Isi

HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS.....	ii
LEMBAR PENGESAHAN.....	iii
KATA PENGANTAR.....	iv
LEMBAR PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH.....	vi
ABSTRAK.....	vii
DAFTAR ISI.....	ix
DAFTAR GAMBAR.....	xi
DAFTAR TABEL.....	xii
DAFTAR LAMPIRAN.....	xiii
<b>BAB 1 PENDAHULUAN.....</b>	<b>1</b>
1.1 Latar Belakang.....	1
1.2 Permasalahan.....	3
1.3 Tujuan Penelitian.....	4
1.4 Pembatasan Masalah.....	4
1.5 Kerangka Penulisan.....	4
<b>BAB 2 LANDASAN TEORI.....</b>	<b>6</b>
2.1 Definisi akuisisi.....	6
2.2 Definisi Merger dan Akuisisi Menurut Peraturan Bapepam.....	7
2.3 Motif Akuisisi.....	9
2.4 <i>Event Study</i> .....	12
2.5 Metodologi <i>Event Study</i> .....	13
2.6 Asumsi Yang Mendasari Identifikasi <i>Abnormal Return</i> .....	18
2.6.1 <i>Market Efficiency</i> .....	18
2.6.2 <i>Event</i> yang diteliti bersifat tidak terduga ( <i>unanticipated event</i> ).....	20
2.6.3 Efek bauran ( <i>confounding effect</i> ) telah diisolir.....	20
<b>BAB 3 METODOLOGI PENELITIAN.....</b>	<b>21</b>
3.1 Desain penelitian.....	21
3.2 Pengumpulan dan Pengolahan Data.....	23

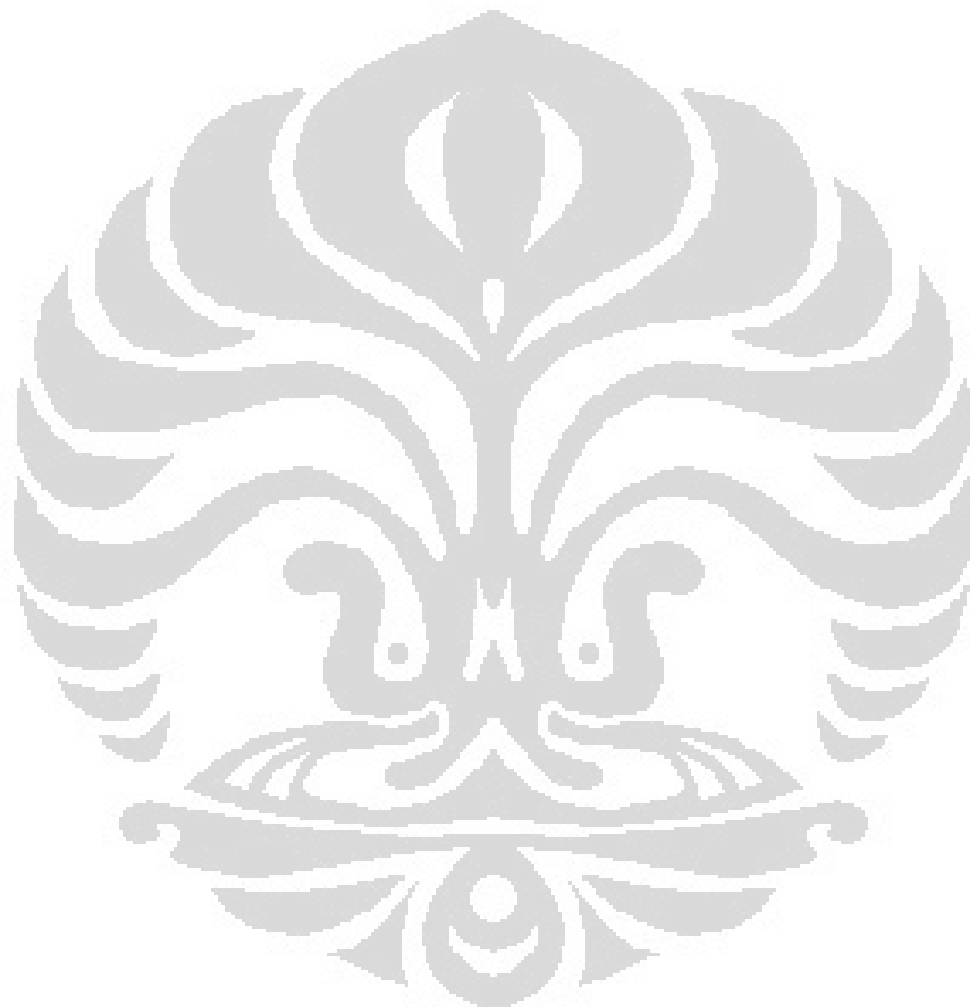
3.3 Uji Stasioneritas.....	23
3.4 Pembentukan Model dan Estimasi <i>Expected Return</i> .....	24
3.4.1 <i>Market model method</i> .....	24
3.4.2 <i>Mean adjusted return method</i> .....	25
3.5 Estimasi <i>Abnormal Return</i> .....	25
3.6 Estimasi <i>Cumulative Abnormal Return</i> .....	26
3.7 Estimasi <i>Standardized Abnormal Return</i> .....	26
3.7 Pengujian Statistik Terhadap <i>Abnormal Return</i> .....	27
3.8 Hipotesis Penelitian .....	27
<b>BAB 4 ANALISIS DAN PEMBAHASAN</b> .....	<b>29</b>
4.1 <i>Event pertama, pengumuman merger</i> .....	29
4.1.1 <i>Event study</i> pada BII .....	33
4.1.2 <i>Event Study</i> pada Maybank .....	34
4.2 <i>Event kedua, pengumuman pencabutan izin akuisisi</i> .....	38
4.2.1 <i>Event Study</i> pada BII .....	38
4.2.2 <i>Event Study</i> pada Maybank .....	43
4.3 <i>Event ketiga, pemberian kembali izin akuisisi BII</i> .....	48
4.3.1 <i>Event Study</i> Pada Maybank.....	48
<b>BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN</b> .....	<b>53</b>
5.1 Kesimpulan.....	53
5.2 Saran .....	54
<b>BAB 5 DAFTAR PUSTAKA</b> .....	<b>56</b>

## Daftar Gambar

Gambar 2.1 Proses Akuisisi .....	7
Gambar 2.2 Informasi Dan Penyesuaian Harga .....	17
Gambar 4.1 Uji ADF BII <i>Event 1</i> .....	29
Gambar 4.2 CAR dan AR BII <i>Event 1</i> .....	31
Gambar 4.3 Harga Saham BII <i>Event 1</i> .....	32
Gambar 4.4 Uji ADF Maybank <i>Event 1</i> .....	33
Gambar 4.5 CAR dan AR Maybank <i>Event 1</i> .....	35
Gambar 4.6 PBV Bank di Indonesia .....	36
Gambar 4.7 EPS Bank di Indonesia .....	36
Gambar 4.8 Harga Saham Maybank <i>Event 1</i> .....	37
Gambar 4.9 Uji ADF BII <i>Event 2</i> .....	39
Gambar 4.10 CAR dan AR BII <i>Event 2</i> .....	41
Gambar 4.11 Harga Saham BII <i>Event 2</i> .....	42
Gambar 4.12 Uji ADF Maybank <i>Event 2</i> .....	44
Gambar 4.13 CAR dan AR Maybank <i>Event 2</i> .....	46
Gambar 4.14 Harga Saham Maybank <i>Event 2</i> .....	46
Gambar 4.15 Uji ADF Maybank <i>Event 3</i> .....	48
Gambar 4.16 CAR dan AR Maybank <i>Event 3</i> .....	50
Gambar 4.17 Harga Saham Maybank <i>Event 3</i> .....	51

## Daftar Tabel

Tabel 4.1 <i>Event Study</i> BII 1 .....	30
Tabel 4.2 <i>Event Study</i> Maybank 1 .....	34
Tabel 4.3 <i>Event Study</i> BII 2 .....	40
Tabel 4.4 <i>Event Study</i> Maybank 2.....	45
Table 4.5 <i>Event Study</i> Maybank 3.....	49



## Daftar Lampiran

Lampiran 1.1 Uji Stasioner Return BII <i>Event 1</i> .....	L1
Lampiran 1.2 Hasil Regresi Periode Estimasi <i>Event 1</i> BII .....	L1
Lampiran 1.3 <i>Event Study</i> BII <i>Event 1</i> .....	L2
Lampiran 1.4 Uji Stasioner Return BII <i>Event 2</i> .....	L2
Lampiran 1.5 <i>Event Study</i> BII <i>Event 2</i> .....	L3
Lampiran 1.6 Uji Stasioner Return Maybank <i>Event 1</i> .....	L3
Lampiran 1.7 Hasil Regresi Periode Estimasi <i>Event 1</i> Maybank .....	L4
Lampiran 1.8 <i>Event Study</i> Maybank <i>Event 1</i> .....	L4
Lampiran 1.9 Uji Stasioner Return Maybank <i>Event 2</i> .....	L5
Lampiran 1.10 <i>Event Study</i> Maybank <i>Event 2</i> .....	L5
Lampiran 1.11 Uji Stasioner Return Maybank <i>Event 3</i> .....	L6
Lampiran 1.12 <i>Event Study</i> Maybank <i>Event 3</i> .....	L6

# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang

Kegiatan merger dan akuisisi antar perusahaan telah menjadi praktik bisnis yang umum pada saat ini. Pada dasarnya kegiatan merger dan akuisisi adalah kegiatan menggabungkan dua atau lebih entitas perusahaan menjadi satu kesatuan. Motif yang paling umum dalam merger dan akuisisi adalah *bidder* (pengakuisisi) mengharapkan sinergi dengan *target* (yang diakuisisi) yang diharapkan dapat memberikan keuntungan di masa yang akan datang (Weston, Mitchell, & Mulherin, 2004).

Keinginan untuk memperoleh sinergi ini juga mendorong Malayan Banking Berhad (Maybank) untuk membeli 56% saham PT. Bank International Indonesia Tbk. (BII), bank keenam terbesar di Indonesia berdasarkan jumlah aset. Pembelian ini pertama kali diumumkan pada tanggal 26 maret 2008 dengan harga pembelian sebesar USD 1,5 milyar. Nilai transaksi BII tersebut adalah 4,6 kali terhadap rasio *price-to-book value* dan menjadikan transaksi tersebut yang terbesar dalam sejarah industri perbankan Indonesia (*Sikap plinplan pakcik*, 2008).

Seperti halnya dengan karakteristik kegiatan bisnis pada umumnya bahwa selalu ada faktor *uncertainty* pada setiap keputusan yang akan diambil, begitu juga dengan kegiatan merger dan akuisisi. Hasil dari kegiatan merger dan akuisisi suatu perusahaan selalu menjadi pertanyaan bagi para *stakeholder*, apakah akan tercapai sinergi atau tidak. Ketidakpastian ini juga dapat berasal dari kemungkinan adanya kegagalan transaksi yang dapat disebabkan oleh berbagai faktor. Seperti pada kasus yang juga terjadi pada Maybank dan BII.

Ketika pasar mulai berekspektasi terhadap rencana akuisisi BII dan Maybank, Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (Bapepam-LK) mengeluarkan aturan baru terkait *tender offer* pada 30 Juni 2008. Aturan baru Bapepam-LK tersebut mewajibkan setiap akuisisi 100% saham harus melepas lagi 20% saham ke publik dalam jangka waktu 2 tahun (Bapepam, 2008). Aturan ini

kemudian dinilai Bank Nasional Malaysia (BNM) akan merugikan Maybank (KL says up to Maybank to resolve BII issue, 2008).

Dengan mempertimbangkan aturan tersebut, pada tanggal 29 Juli 2008 Bank Negara Malaysia menyatakan pencabutan izin akuisisi atas 100% kepemilikan BII oleh Maybank (Asworo, 2008). Maybank yang membeli 56% saham BII dari Konsorsium Sorak yang terdiri dari Fullerton dan Kookmin Bank yang seharusnya menyelesaikan transaksinya pada tanggal 31 Juli 2008.

Pencabutan izin tersebut diumumkan secara tiba-tiba setelah sebelumnya telah terjadi kesepakatan antara BII dan Maybank. Dalam pencabutan izin tersebut Bank Negara Malaysia beralasan bahwa Peraturan Bapepam-LK No. IX.H.1 tentang Pengambilalihan Perusahaan Terbuka yang baru berpotensi merugikan Maybank. Kemudian setelah mendapatkan penjelasan dari Bapepam-LK mengenai Peraturan Bapepam-LK No. IX.H.1 tersebut, pada tanggal 16 September 2008 Bank Negara Malaysia kembali memberikan izin atas akuisisi tersebut.

Penjabaran singkat kasus kedua bank tersebut merupakan salah satu contoh dari banyaknya kegagalan transaksi merger dan akuisisi. Dengan adanya kegagalan transaksi merger atau akuisisi, tidak hanya perusahaan gagal mencapai sinergi namun lebih dari itu perusahaan menghadapi resiko menurunnya harga saham perusahaan akibat respon negatif pasar. Apabila hal tersebut terjadi maka tujuan utama bagi suatu perusahaan yang adalah meningkatkan kesejahteraan *shareholders* menjadi tidak tercapai.

Untuk itu pada setiap langkah merger dan akuisisi menarik untuk diteliti apakah menimbulkan pengaruh terhadap harga saham di pasar, dan apakah pengaruh tersebut berdampak positif atau negatif. Untuk meneliti dampak suatu kejadian (*event*) terhadap harga saham maupun *return* saham, dikembangkan suatu metode penelitian yang dinamakan *event study*.

*Event study* adalah suatu teknik penelitian empiris yang memungkinkan para peneliti melakukan penelitian tentang dampak peristiwa-peristiwa tertentu terhadap harga saham suatu perusahaan. Metode ini telah banyak digunakan untuk meneliti dampak merger dan akuisisi suatu perusahaan terhadap harga saham perusahaan.



Berdasarkan kasus Maybank dan BII tersebut, menarik untuk diteliti dampak dari adanya pengumuman, pembatalan akuisisi saham BII oleh Maybank dan juga pemberian izin kembali akuisisi saham BII oleh Maybank terhadap harga saham BII dan harga saham Maybank. Penelitian ini mengadopsi metode *event study* pada tiga *event* terpisah. *Event* pertama pada penelitian ini adalah pengumuman pembelian saham BII oleh Maybank, *event* kedua adalah pencabutan izin akuisisi saham BII dan *event* ketiga adalah pemberian kembali izin akuisisi saham BII.

## 1.2 Permasalahan

Karya akhir ini akan meneliti apakah pada *event* pengumuman akuisisi, pencabutan izin akuisisi antara BII dan MayBank dan pemberian izin kembali akan berdampak positif atau negatif terhadap value perusahaan dan *shareholder value*. Permasalahan dirumuskan dalam pertanyaan permasalahan sebagai berikut:

1. Bagaimanakah pengaruh pengumuman akuisisi BII oleh Maybank terhadap respon investor saham BII dan saham Maybank?
2. Apakah pada pengumuman akuisisi tersebut terdapat *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman?
3. Bagaimanakah pengaruh pengumuman pencabutan izin akuisisi BII oleh Bank Negara Malaysia terhadap respon investor saham BII dan saham Maybank?
4. Apakah pada pengumuman pencabutan izin akuisisi terdapat *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman?
5. Bagaimanakah pengaruh pengumuman pemberian kembali izin akuisisi BII oleh Bank Negara Malaysia terhadap respon investor saham BII dan saham Maybank?
6. Apakah pada pengumuman pemberian kembali izin akuisisi terdapat *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman?

### 1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah untuk:

1. Mengetahui pengaruh pengumuman akuisisi BII oleh Maybank terhadap respon investor saham BII dan saham Maybank.
2. Mengetahui ada tidaknya *abnormal return* yang signifikan dari tindakan akuisisi bagi saham BII dan saham Maybank.
3. Mengetahui pengaruh pengumuman pencabutan izin akuisisi BII oleh Bank Negara Malaysia terhadap respon investor saham BII dan saham Maybank.
4. Mengetahui ada tidaknya *abnormal return* yang signifikan dari tindakan pencabutan izin akuisisi bagi saham BII dan saham Maybank.
5. Mengetahui pengaruh pengumuman pemberian kembali izin akuisisi BII oleh Bank Negara Malaysia terhadap respon investor saham BII dan saham Maybank?
6. Mengetahui ada tidaknya *abnormal return* yang signifikan dari tindakan pemberian kembali izin akuisisi bagi saham BII dan saham Maybank.

### 1.4 Pembatasan Masalah

Agar penelitian menjadi lebih rinci dan terarah, maka penelitian dibatasi pada hal-hal berikut:

1. Penelitian dilakukan pada saham BII dan MayBank.
2. Data yang digunakan adalah data harga saham harian BII dan MayBank.
3. *Return* saham yang akan diamati hanya di sekitar tanggal pengumuman akuisisi, pencabutan izin akuisisi dan pemberian izin kembali untuk akuisisi.

### 1.5 Kerangka Penulisan

#### BAB 1 Pendahuluan

Pembahasan pada bagian ini meliputi latar belakang, permasalahan, tujuan penelitian, pembatasan masalah dan kerangka penulisan.

#### BAB 2 Landasan Teori

Pembahasan pada bagian ini meliputi teori-teori yang berkaitan dengan penelitian karya akhir.

### BAB 3 Metodologi Penelitian

Pembahasan pada bagian ini meliputi disain penelitian, prosedur pengolahan data yaitu untuk menghitung *abnormal return saham*, prosedur untuk tahapan *event study*, serta prosedur uji signifikansi untuk mengetahui ada tidaknya peningkatan *abnormal return* pada periode sebelum dan setelah *event* yang diteliti.

### BAB 4 Analisis dan Pembahasan

Pembahasan pada bagian ini meliputi penyajian hasil analisa, menampilkan hasil pengolahan data yang dilakukan sesuai dengan metodologi penelitian serta interpretasi hasil untuk menjawab permasalahan dalam penelitian.

### BAB 5 Kesimpulan dan Saran

Pada bagian terakhir ini akan ditarik suatu kesimpulan dari penelitian dan pembahasan yang telah dilakukan serta akan diberikan saran berdasarkan kesimpulan yang diperoleh.

## BAB 2 LANDASAN TEORI

### 2.1 Definisi akuisisi

Akuisisi adalah suatu tindakan pembelian hak untuk mengontrol suatu perusahaan yang biasanya dilakukan melalui *tender offer* untuk saham perusahaan *target* (Weston, Mitchell, Mulherin, 2004). Dalam akuisisi terdapat dua pihak yaitu *bidder* (pengakuisisi) dan *target* (terakuisisi). Pada akuisisi, hak pengendalian akan beralih dari perusahaan *target* ke perusahaan *bidder*.

Menurut Ross, Westerfield, Jaffe dan Jordan (2008) terdapat tiga bentuk akuisisi, yaitu:

- Merger dan konsolidasi

Merger mengacu pada penyerapan suatu perusahaan oleh perusahaan lain. Perusahaan yang diakuisisi akan melebur menjadi satu dengan perusahaan pengakuisisi. Seluruh aset dan kewajiban perusahaan yang diakuisisi akan diakui oleh perusahaan yang mengakuisisi. Sedangkan konsolidasi merupakan proses yang mirip dengan merger hanya saja pada konsolidasi tercipta suatu perusahaan baru.

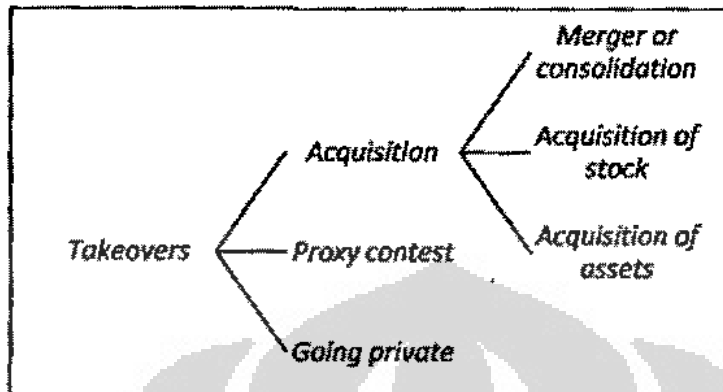
- Akuisisi saham

Cara kedua dalam akuisisi adalah dengan membeli saham perusahaan target. Metode pembayaran pada akuisisi saham dapat berupa *stock to cash*, *stock to stock* atau *stock to other securities*. Proses ini dapat dimulai dengan penawaran pribadi dari *management* suatu perusahaan ke perusahaan lain atau dengan memberikan penawaran langsung kepada *shareholders* melalui *tender offer*. *Tender offer* adalah penawaran umum untuk membeli saham perusahaan target. Seringkali para pemegang saham minoritas melakukan *hold out* pada saat *tender offer*, sehingga perusahaan *target* tidak dapat di serap seluruhnya.

- Akuisisi aset

Suatu perusahaan dapat mengakuisisi perusahaan lain dengan cara membeli seluruh aset perusahaan target. Metode ini dapat menghindari masalah yang timbul pada pemegang saham minoritas (*holdouts*) karena

pada metode ini dibutuhkan *formal voting* dari seluruh *shareholder* perusahaan target. Akuisisi aset melibatkan transfer kepemilikan aset.



Gambar 2.1 Proses akuisisi

Sumber: (Ross, 2008)

Para *Financial Analyst* sering kali mengklasifikasikan akuisisi menjadi tiga jenis, yaitu :

- *Horizontal acquisition*  
Pada *horizontal acquisition*, perusahaan target dan pengakuisisi berada pada satu industri yang sama.
- *Vertical acquisition*  
*Vertical acquisition* melibatkan perusahaan-perusahaan yang berada pada tingkatan yang berbeda dalam suatu proses produksi.
- *Conglomerate acquisition*  
Pada *conglomerate acquisition* perusahaan target dan pengakuisisi tidak saling terkait satu sama lain.

## 2.2 Definisi *Merger* dan Akuisisi Menurut Peraturan Bapepam

Istilah *merger* dan akuisisi menurut peraturan Bapepam adalah tindakan penggabungan usaha, peleburan usaha dan pengambilalihan. Peraturan-peraturan Bapepam yang mengatur tentang kegiatan merger dan akuisisi tertulis pada Peraturan Bapepam No. IX.F.1 tentang Penawaran Tender, No. IX.G.1 tentang Penggabungan Usaha atau Peleburan Usaha Perusahaan Publik Atas Emiten, dan No. IX.H.1 tentang Pengambilalihan Perusahaan Terbuka.

Berdasarkan Peraturan Bapepam No. IX.F.1, penawaran tender untuk mendapatkan efek bersifat ekuitas, pihak yang melakukan penawaran tender wajib mengumumkan dalam sekurang-kurangnya dua surat kabar harian berbahasa Indonesia dan salah satu diantaranya mempunyai peredaran nasional. Pengumuman ini wajib dilaksanakan selambat-lambatnya dua hari kerja sejak pernyataan penawaran tender menjadi efektif.

Berdasarkan Peraturan Bapepam No. IX.G.1, yang disebut dengan penggabungan usaha adalah perbuatan hukum yang dilakukan oleh satu perseroan atau lebih untuk menggabungkan diri dengan perseroan lain yang telah ada dan selanjutnya perseroan yang menggabungkan diri menjadi bubar. Peleburan usaha adalah perbuatan hukum yang dilakukan oleh dua perseroan atau lebih untuk meleburkan diri dengan cara membentuk satu perseroan baru dan masing-masing perseroan menjadi bubar. Dibandingkan dengan definisi sebelumnya, yang dimaksud dengan penggabungan usaha adalah kegiatan *merger* yang dilihat dari sisi perusahaan *target*. Sementara peleburan usaha merupakan istilah yang memiliki makna serupa dengan konsolidasi menurut Ross, Westerfield, Jaffe dan Jordan (2008).

Berdasarkan Peraturan Bapepam No. IX.H.1, mengenai pengambilalihan perusahaan terbuka adalah tindakan, baik langsung maupun tidak langsung, yang mengakibatkan perubahan pengendali perusahaan terbuka. Yang disebut sebagai pengendali perusahaan terbuka adalah pihak yang memiliki saham lebih dari 50% dari seluruh saham yang disetor penuh, atau pihak yang mempunyai kemampuan untuk menentukan, baik langsung maupun tidak langsung, dengan cara apapun pengelolaan dan/atau kebijaksanaan perusahaan terbuka. Dalam hal pelaksanaan penawaran tender berdasarkan peraturan tersebut kepemilikan saham oleh pengendali baru lebih dari 80% dari modal disetor perusahaan terbuka, maka pengendali baru dimaksud wajib mengalihkan kembali saham perusahaan terbuka tersebut kepada masyarakat sehingga saham yang dimiliki masyarakat paling kurang 20% dari modal disetor perusahaan terbuka dan dimiliki paling kurang oleh 300 pihak dalam jangka waktu paling lama dua tahun sejak pelaksanaan penawaran tender selesai dilaksanakan.

### 2.3 Motif Akuisisi

Menurut Ross, Westerfield, Jaffe dan Jordan (2008) motif dari dilakukannya tindakan akuisisi adalah :

#### 1. Sinergi

Sinergi didefinisikan sebagai peningkatan kinerja dan gabungan dua perusahaan melebihi kinerja jika kedua perusahaan tersebut bekerja sendiri-sendiri. Sinergi merupakan perbedaan nilai antara nilai perusahaan yang bergabung dengan total nilai perusahaan bila perusahaan tersebut berdiri sendiri-sendiri.

Secara matematis sinergi dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{Sinergi} = V_{AB} - (V_A + V_B) \quad (2.1)$$

Dimana :  $V_{AB}$  = Nilai perusahaan gabungan A dan B

$V_A$  = Nilai perusahaan A

$V_B$  = Nilai perusahaan B

Konsep sinergi ini sangat penting karena perusahaan pengakuisisi tentu saja mengharapkan adanya tambahan kemakmuran dengan dilakukannya proses akuisisi ini. Apabila tambahan kemakmuran tidak dapat diperoleh maka akuisisi mungkin tidak perlu dilakukan. Sinergi dari akuisisi dapat ditentukan dengan menggunakan *discounted cash flow model* sebagai berikut :

$$\text{Sinergi} = \frac{\sum CF_t}{(1+r)^t} \quad (2.2)$$

Dimana  $CF_t$  merupakan perbedaan antara *cash flow* pada saat  $t$  dari perusahaan gabungan dan total *cash flow* dari dua perusahaan secara terpisah. Dengan kata lain  $CF_t$  adalah *incremental cash flow* pada saat akuisisi dilakukan. Sedangkan  $r$  merupakan *risk adjusted discount rate* yang sesuai dengan *incremental cash flow* tersebut, dimana yang biasa digunakan adalah *rate of return* dari ekuitas perusahaan target.

*Incremental cash flow* dapat dirumuskan dalam empat bagian sebagai berikut:

$$\Delta CF_t = \Delta Rev_t - \Delta Cost_t - \Delta Taxes_t - \Delta Capital\ requirements_t \quad (2.3)$$

Dimana  $\Delta Rev_t$  = *incremental revenue* dari akuisisi,  $\Delta Cost_t$  = *incremental costs* dari akuisisi,  $\Delta Taxes_t$  = *incremental taxes* dari akuisisi dan  $\Delta Capital$

requirements, = *incremental* investasi baru yang dibutuhkan dalam *working capital* dan *fixed assets*. Sinergi yang diharapkan dalam tindakan akuisisi tersebut adalah sinergi operasional dan sinergi finansial. Sinergi operasional mengacu pada keunggulan efisiensi yang diperoleh dari akuisisi yaitu berupa peningkatan pendapatan, penurunan biaya, penurunan pajak dan penurunan kebutuhan modal untuk ekspansi. Sinergi finansial mengacu pada kemungkinan bahwa penurunan dalam biaya modal (*cost of capital*) dengan bergabungnya dua perusahaan atau lebih.

o Sinergi Operasional

▪ Peningkatan pendapatan

Pelaksanaan akuisisi mampu meningkatkan pendapatan karena adanya sinergi yang lebih baik seperti perbaikan dalam strategi pemasaran, pengurangan kompetisi dan perolehan pangsa pasar yang lebih luas.

▪ Penurunan biaya

Penggabungan dua perusahaan dapat menurunkan biaya produksi. Penurunan biaya produksi ini merupakan akibat dari adanya *economies of scale*, yaitu penurunan biaya per unit karena adanya peningkatan ukuran dan skala operasi perusahaan. Selain itu penghematan biaya juga terjadi bila perusahaan melakukan *vertical integration* karena dengan mengakuisisi perusahaan yang merupakan pemasok, perusahaan akan memperoleh keuntungan dalam ketersediaan bahan baku dan menghindari volatilitas harga bahan baku.

▪ Penurunan pajak

Potensi untuk memperoleh keuntungan pajak dapat diperoleh karena adanya penggunaan kerugian pajak dan penggunaan kelebihan kas. Apabila perusahaan target memiliki kerugian pajak maka akan dapat dimanfaatkan oleh perusahaan pengakuisisi karena secara total dapat mengurangi pembayarannya.



Akuisisi perusahaan merupakan suatu tindakan karena adanya kelebihan kas perusahaan. Tindakan lain yang dapat dilakukan oleh perusahaan terhadap kelebihan kasnya adalah dengan melakukan pembagian dividen. Namun dengan pembagian dividen perusahaan harus membayar pajak karena dividen merupakan objek pajak. Oleh karena itu tindakan akuisisi akan lebih menguntungkan dari sisi pajak.

- Penurunan kebutuhan modal (*capital expenditure*) untuk ekspansi

*Capital expenditure* diartikan sebagai pengeluaran biaya modal untuk memperoleh working capital maupun aktiva tetap. Dengan bergabungnya dua perusahaan maka *capital expenditure* dapat ditekan karena perusahaan tersebut dapat menggunakan fasilitas produksi yang dimiliki secara bersama sehingga menghindari pengeluaran modal.

o Sinergi finansial

Sinergi finansial mengacu pada penurunan *cost of capital* sebagai akibat bergabungnya dua perusahaan atau lebih. Perusahaan yang berskala lebih besar akan lebih mudah melakukan akses ke pasar uang. Perusahaan juga cenderung untuk memperoleh biaya yang lebih rendah dalam memperoleh modal karena perusahaan yang lebih besar lebih tidak berisiko dibandingkan dengan perusahaan kecil.

*Cost of capital* terdiri dari biaya untuk memperoleh pinjaman dan biaya untuk mengeluarkan saham. Biaya pinjaman akan lebih rendah karena perusahaan besar dapat memperoleh pinjaman dengan tingkat bunga yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan kecil.

Penjelasan yang sama juga berlaku untuk biaya pengeluaran saham, dimana *floatation cost* per rupiah akan lebih rendah untuk pengeluaran saham dalam skala besar dibandingkan dengan

pengeluaran saham dalam skala kecil. Selain itu usaha untuk melakukan penjualan saham juga akan lebih besar bagi pengeluaran saham yang lebih berisiko (yaitu perusahaan berskala kecil) dibandingkan dengan pengeluaran saham untuk perusahaan besar yang memiliki risiko lebih rendah. Semuanya ini dapat terjadi karena perusahaan besar memiliki risiko yang lebih rendah.

## 2. Diversifikasi

Telah banyak perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi untuk mendapatkan keuntungan dari diversifikasi. Diversifikasi dapat meningkatkan nilai suatu perusahaan karena adanya penyebaran risiko. Risiko dapat dikategorikan sebagai *systematic* dan *unsystematic risk*, dimana *systematic risk* merupakan risiko yang muncul pada semua industri dan *unsystematic risk* merupakan risiko yang muncul secara spesifik pada suatu industri. *Systematic risk* tidak akan dapat dihilangkan melalui diversifikasi karena risiko tersebut muncul pada semua industri, maka merger atau akuisisi tidak dapat digunakan sebagai alat untuk menghilangkan risiko tersebut. Namun secara kontras merger dan akuisisi dapat digunakan untuk menghilangkan *unsystematic risk* melalui diversifikasi.

Diversifikasi dapat memberikan keuntungan bagi perusahaan pengakuisisi apabila salah satu dari alasan dibawah ini dapat dicapai :

- Diversifikasi mengurangi *unsystematic variability* dengan biaya yang lebih rendah dari *investor adjustments* pada *personal portfolio* mereka.
- Diversifikasi akan mengurangi risiko dan dengan demikian dapat meningkatkan *debt capacity* perusahaan.

### 2.4 Event Study

*Event study* adalah suatu teknik pada penelitian empiris pada bidang keuangan untuk melihat pengaruh *event* tertentu pada harga saham suatu perusahaan (Bodie, Kane dan Marcus, 2008). *Event study* banyak digunakan untuk

mengukur pengaruh *event-event* seperti pengumuman *tender offer*, *right issue*, pembagian dividen, *stock split* dan strategi *merger* dan akuisisi pada harga saham.

Terdapat beberapa jenis *event study*, yang umum digunakan adalah studi *market efficiency* dan studi *information usefulness*. Studi *market efficiency* menilai seberapa cepat dan tepat pasar akan bereaksi terhadap informasi baru. Studi *information usefulness* menilai tingkat reaksi *return* perusahaan terhadap suatu potongan berita yang istimewa. Para sarjana Akuntansi telah menggunakan konsep *information usefulness* untuk menilai *value* dari informasi Akuntansi (Foster, 1973 dan 1975).

Penggunaan awal dari *event study* dilakukan oleh Fama, Fisher, Jensen dan Roll [FFJR] (1969), dan Ball dan Brown (1968). FFJR dapat di kategorikan sebagai studi *market efficient* sedangkan Ball dan Brown studi *information usefulness*. FFJR menyelidiki seberapa cepat dan tepat pasar bereaksi terhadap pengumuman *stock split* sedangkan Ball dan Brown memperhatikan *value* pengumuman *annual earnings* perusahaan (Henderson, 1990).

## 2.5 Metodologi *Event Study*

Metodologi *event study* yang diterapkan oleh Elton dan Grubers (1996) adalah sebagai berikut:

1. Pengumpulan data saham perusahaan dengan definisi kejadian tertentu  
Pengumpulan data sebagai suatu sample yang dilakukan terhadap suatu perusahaan yang memiliki suatu *event*. Data yang dikumpulkan dapat berupa data bulanan maupun data harian.
2. Menentukan waktu yang tepat untuk *event* yang telah didefinisikan dan menandai waktu kejadian tersebut dengan  $t_0$ . Pemilihan waktu yang tepat untuk suatu *event* tertentu dan menetapkan waktu tersebut sebagai hari ke nol. Penentuan waktu yang tepat akan atas suatu *event* menjadi sangat penting karena akan memperkuat hasil test yang dilakukan. Pertimbangan yang perlu dilakukan dalam melakukan penentuan waktu adalah adanya penyebaran informasi spesifik perusahaan yang dapat terjadi lebih dari satu hari.

### 3. Menentukan periode studi

Periode studi yang dilakukan terbagi menjadi dua bagian yaitu periode estimasi (*estimation window*) dan periode *event* (*event window*). Periode estimasi digunakan sebagai dasar penyusunan model untuk mengukur *return* teoritis atau yang lebih dikenal sebagai *expected return*. Sedangkan periode *event* digunakan untuk mengukur reaksi pasar terhadap suatu kejadian melalui *abnormal return*.

### 4. Menghitung *return* per satuan waktu setiap perusahaan dalam sample selama periode studi

*Return* yang dimaksud disini adalah *return* aktual saham dari masing-masing sample perusahaan. Selain aktual saham individu, perlu juga diperhitungkan seperti *return index* (Index Harga Saham Gabungan) dan variabel lainnya yang sekiranya dapat mempengaruhi harga saham di pasar modal.

### 5. Menghitung *abnormal return* tiap perusahaan dalam sample per satuan waktu

Pada tahap ini disusun suatu model untuk mengukur *normal return* atau *expected return* yang digunakan sebagai dasar identifikasi adanya dan besarnya *abnormal return*. Pengukuran *abnormal return* ini merupakan pokok pembahasan dalam *event study*, dengan demikian penyusunan model yang akurat untuk estimasi *normal return* suatu saham menjadi penting.

Terdapat tiga metode estimasi *normal return* suatu saham, yaitu (Weston, Mitchell, & Mulherin, 2004):

#### o *Mean-Adjusted Return Models*

Pada *mean adjusted return models* dipilih suatu *clean period* dan rata-rata *return* harian diestimasi untuk periode tersebut. *Clean period* tersebut dapat berupa periode sebelum periode *event*, setelah periode *event* atau keduanya, tetapi tidak menyertakan periode *event* yang terkait. *Clean period* merupakan hari dimana tidak ada informasi yang berhubungan dengan *event* terkait diumumkan, sebagai contoh pada hari ke -240 hingga -41. *Normal*

*return* untuk tiap perusahaan pada tiap hari-nya untuk periode *event* merupakan *mean* dari *return* harian pada *clean period* untuk perusahaan tersebut. Hal ini dapat dirumuskan sebagai :

$$\hat{R}_{jt} = \bar{R}_j = \frac{\sum_{t=-240}^{-41} R_{jt}}{200} \quad (2.4)$$

Dimana :  $\hat{R}_{jt}$  adalah *normal return* pada periode t dari perusahaan j  
 $\bar{R}_j$  adalah *return* harian selama periode estimasi dari perusahaan j

o *Market Models*

Untuk menggunakan *market model* perlu dipilih suatu *clean period* dan kemudian *market model* diestimasi dengan melakukan regresi pada periode tersebut. *Market model* dapat dirumuskan sebagai :

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mt} + \epsilon_{jt} \quad (2.5)$$

Dimana :

$R_{mt}$  adalah *return* dari *market index* pada hari ke-t

$\beta_j$  adalah sensitivitas perusahaan j terhadap pasar atau sebagai pengukuran resiko

$\alpha_j$  adalah *mean return* sepanjang periode yang tidak dapat dijelaskan oleh pasar.

$\epsilon_{jt}$  adalah *statistical error*

Regresi akan menghasilkan estimasi dari  $\alpha_j$  dan  $\beta_j$  yang kemudian akan disebut sebagai  $\hat{\alpha}_j$  dan  $\hat{\beta}_j$ . Prediksi *return* dari suatu perusahaan pada hari tertentu selama periode *event* adalah *return* yang dihasilkan dari *market model* pada hari tersebut menggunakan estimasi ini.

$$\hat{R}_{jt} = \hat{\alpha}_j + \hat{\beta}_j R_{mt} \quad (2.6)$$

Dimana:

$R_{mt}$  adalah *return* dari *market index* pada hari ke-t dalam periode *event*

Karena *market model* memperhitungkan secara eksplisit resiko pada *market* dan *mean return*, maka model inilah yang paling sering digunakan pada *event study*.

o *Market-Adjusted Return Models*

*Market adjusted return* models merupakan metode yang paling simpel dibandingkan metode-metode lainnya. *Normal return* untuk suatu perusahaan pada hari tertentu pada periode *event* adalah *return* dari *market index* untuk hari tersebut. Hal ini dapat dirumuskan menjadi :

$$\bar{R}_{jt} = R_{mt} \quad (2.6)$$

*Market adjusted return model* merupakan pendekatan untuk *market model* dimana  $\hat{\alpha}_j = 0$  dan  $\hat{\beta}_j = 1$  untuk semua perusahaan.

Masing-masing model diatas memiliki variasi dalam perkembangannya, dimana metode yang paling sering digunakan pada penelitian adalah *Market Model*. *Market Model* menggunakan alat analisis *Ordinary Least Square (OLS)*. Metode lain seperti *Mean-Adjusted Returns*, *Market Adjusted Returns* dan *Market and Risk-Adjusted Returns* merupakan metode turunan dari kategori *Mean-Adjusted Models* dan *Market-Adjusted Models*.

6. Menghitung *cumulative abnormal return*

*Cumulative abnormal return* dihitung untuk mengetahui pengaruh kumulatif atas *event* terhadap harga sekuritas pada periode *event*.

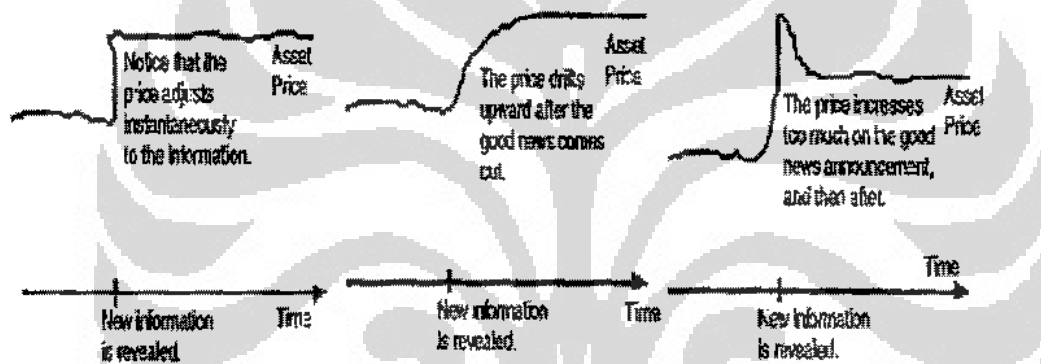
7. Melakukan standardisasi *abnormal return*

Standardisasi *abnormal return* dilakukan untuk melihat taraf signifikansi (t-test) *abnormal return* yang diperoleh pasar baik secara individu maupun kumulatif.

8. Menginterpretasikan hasil studi

Analisa hasil studi dilakukan dengan mengaitkan dengan teori-teori statistik dan keuangan yang relevan untuk menggali informasi yang terdapat di balik angka-angka dan pola *abnormal return* dan *cumulative abnormal return*.

Harga saham akan cenderung naik (dalam hal pengumuman berita baik) seminggu sebelum tanggal dikeluarkannya pengumuman resmi. Salah satu masalah yang kerap kali muncul dalam *event study* adalah kebocoran informasi. Hal tersebut terjadi ketika informasi yang terkait dengan peristiwa yang relevan telah diketahui oleh sekelompok kecil investor sebelum dikeluarkannya pengumuman kepada publik. Dalam kondisi seperti itu harga saham mulai meningkat seminggu sebelum tanggal pengumuman resmi. Oleh karena itu, *cumulative abnormal return* digunakan sebagai indikator yang lebih baik daripada *abnormal return* untuk mengkaji dampak keseluruhan pengumuman tersebut di tanggal sekitar *event*.



Gambar 2.2 Informasi dan penyesuaian harga

Sumber: (Damodaran, 2002)

Tren *returns* selama hari-hari sebelum pengumuman dapat menunjukkan adanya efisiensi pasar dan kebocoran informasi. Apabila tidak terdapat *insider trading*, maka harga saham tidak menunjukkan adanya *abnormal return* sebelum adanya pengumuman. Hal ini terjadi karena tidak ada perusahaan khusus yang memberikan informasi spesifik yang tersedia bagi pasar sebelum pengumuman. Kenaikan harga saham hanya terjadi pada saat hari pengumuman. Namun, ada juga kemungkinan harga saham naik sebelum hari pengumuman. Kondisi tersebut dapat diinterpretasikan bahwa telah terjadinya kebocoran informasi kepada beberapa pelaku pasar yang kemudian membeli saham sebelum pengumuman kepada publik. Selain itu, kondisi tersebut juga terjadi akibat adanya *insider trading*. Interpretasi lain adalah beberapa pelaku pasar yang

Universitas Indonesia

mencurigai akan adanya pengumuman kepada publik membeli saham dalam jumlah yang besar. Meskipun demikian, hal yang paling sering menjadi penyebab utama dari kenaikan harga saham sebelum hari pengumuman adalah kebocoran informasi.

Peningkatan CAR secara tajam pada saat hari pengumuman mengindikasikan adanya banyak dari pengumuman-pengumuman tersebut adalah informasi yang sebenarnya kepada pasar. Selain itu, peningkatan CAR tersebut juga menunjukkan bahwa harga saham belum merefleksikan informasi lengkap tentang pengumuman aksi korporasi yang dilakukan (Bodie, Kane, & Marcus, 2008).

## 2.6 Asumsi Yang Mendasari Identifikasi *Abnormal Return*

### 2.6.1 *Market Efficiency*

Satu artikel yang sangat penting di bidang keuangan telah ditulis oleh Eugene Fama (1970) berkaitan dengan konsep pasar modal efisien (*efficient capital market*). Efisien pada pasar modal didefinisikan sebagai kecepatan dan kelengkapan suatu harga sekuritas dalam merespon informasi yang relevan. Dalam pasar modal yang efisien, harga suatu saham pasti telah mencerminkan seluruh informasi yang berkaitan dengan aktivitas manajemen dan prospek perusahaan di masa yang akan datang, dan ketika muncul informasi baru tentang perusahaan tersebut maka harga saham akan spontan berubah mencerminkan adanya informasi baru tersebut.

Damodaran (2002) mendefinisikan pasar yang efisien sebagai pasar dimana harga pasar merupakan estimasi *unbiased* dari nilai investasi yang sebenarnya. Ross, Westerfield, Jaffe dan Jordan (2008) memberikan pernyataan yang senada dengan Fama bahwa dalam sebuah pasar yang efisien, harga saham sebuah perusahaan akan segera menyesuaikan dengan informasi baru.

Dari definisi-definisi di atas dapat disimpulkan bahwa pasar yang efisien adalah pasar dimana harga sekuritas yang diperdagangkan di dalamnya mencerminkan seluruh informasi yang ada. Karena harga sekuritas telah



mencerminkan seluruh informasi yang ada maka *abnormal return* hanya akan muncul secara acak (*random walk*).

Pada *efficient market hypothesis*, bentuk efisiensi suatu pasar dapat dibagi dalam tiga bentuk, yaitu : bentuk lemah (*weak form*), bentuk setengah kuat (*semistrong form*), dan bentuk kuat (*strong form*). Perbedaan antara ketiga bentuk tersebut terletak pada apa yang dimaksud dengan ketersediaan informasi (Bodie, Kane, & Marcus, 2008).

a. Pasar efisien dalam bentuk lemah (*weak form*)

Pada bentuk lemah, harga sekuritas telah mencerminkan seluruh data historis yang relevan. Dengan kata lain, investor tidak akan memperoleh *return* di atas rata-rata dengan melakukan analisis terhadap data historis harga saham.

b. Pasar efisien dalam bentuk setengah kuat (*semistrong form*)

Pada bentuk setengah kuat, harga sekuritas telah mencerminkan seluruh informasi relevan yang dipublikasikan. Pada tingkatan ini, harga saham di pasar modal tidak hanya telah mencerminkan seluruh data historis tetapi juga akan merespon dengan cepat dan lengkap setiap ada informasi relevan yang baru dipublikasikan. Ketika, misalnya, muncul pengumuman bahwa suatu perusahaan menjadi target untuk diakuisisi maka harga perusahaan tersebut akan secara instan meningkat tanpa harus menunggu realisasi dari akuisisi tersebut.

*Event study* yang akan digunakan dalam pengujian dari penelitian ini biasanya digunakan juga untuk menguji pasar efisien dalam bentuk setengah kuat. Hal ini dikarenakan objek yang akan diuji dengan *event study* biasanya berupa pengumuman yang berarti pula suatu informasi yang dipublikasikan.

c. Pasar efisien dalam bentuk kuat (*strong form*)

Pada bentuk kuat, harga sekuritas telah mencerminkan seluruh informasi penting baik yang sudah dipublikasikan maupun yang belum atau tidak dipublikasikan. Jika pasar modal efisien dalam bentuk kuat maka penurunan laba yang tidak terduga pada suatu kuartal, misalnya, akan

langsung direspon oleh harga saham dan perubahan harga tersebut tidak harus menunggu diumumkannya penurunan laba tersebut.

### 2.6.2 *Event* yang diteliti bersifat tidak terduga (*unanticipated event*)

Asumsi selanjutnya yang digunakan adalah bahwa kejadian yang akan diteliti pengaruhnya terhadap *return* saham merupakan kejadian yang tidak diduga atau diprediksi sebelumnya dan satu-satunya cara mendapatkan informasi tersebut adalah melalui media massa tidak dari sumber informasi lainnya. Jika kejadian itu telah diprediksi sebelumnya atau masyarakat telah memiliki informasi tersebut sebelum informasi tersebut dipublikasikan, maka informasi tersebut sedikit banyak telah tercermin pada harga saham yang telah terjadi. Tujuan dilakukannya *event study* adalah untuk mengetahui dampak suatu kejadian terhadap *return* suatu saham dengan mengukur apakah terjadi *abnormal return* pada saham tersebut, dimana *abnormal return* merupakan *return* yang didapat karena adanya suatu kejadian yang tak terduga sebelumnya (Kurnia, 2002).

### 2.6.3 Efek Bauran ( *Confounding Effect* ) Telah Diisolir

Asumsi selanjutnya adalah tidak ada kejadian lain yang dampaknya dapat mengacaukan dampak dari *event* yang sedang diteliti. Efek dari berbaurnya suatu *event* dengan *event* yang lain pada periode yang diteliti menyebabkan pengukuran terhadap reaksi pasar menjadi tidak akurat. Mengisolir *event* lain yang mempengaruhi suatu *event* tertentu akan sulit untuk dilakukan, namun perlu ditetapkan adanya asumsi bahwa efek yang mengacaukan telah diisolir untuk mempermudah pelaksanaan penelitian. Dengan kata lain faktor yang mempengaruhi harga saham perusahaan pada periode penelitian semata-mata dipengaruhi oleh *event* yang sedang diteliti. Semakin panjang *event window* yang digunakan maka akan semakin sulit untuk meyakinkan bahwa tidak terdapat kejadian lain yang mengacaukan dampak dari *event* yang sedang diteliti (Kurnia, 2002).

## BAB 3 METODOLOGI PENELITIAN

### 3.1 Desain penelitian

Obyek penelitian adalah BII dan Maybank, Maybank mengumumkan akan mengakuisisi BII pada tanggal 26 Maret 2008 dan kemudian pada tanggal 29 Juli 2008 Bank Negara Malaysia mengumumkan pencabutan izin pada akuisisi tersebut dan pada tanggal 16 September 2008 setelah diyakinkan oleh Bapepam-LK Bank Negara Malaysia kembali memberikan izin untuk akuisisi. Penelitian ini bersifat *event study* untuk mengukur pengaruh suatu *event* terhadap harga saham. Desain penelitian dibuat dengan urutan sebagai berikut:

1. Menentukan *event date*

Mengacu pada peraturan-peraturan yang dikeluarkan Bapepam berkaitan dengan merger dan akuisisi, *event date* ditetapkan sebagai tanggal dimana perusahaan terbuka atau emiten mengumumkan rencana penggabungan, peleburan atau penawaran tender untuk yang pertama kalinya di dua surat kabar dengan peredaran nasional. Pada penelitian ini terdapat tiga *event*, yaitu pengumuman akuisisi, pengumuman pembatalan akuisisi dan pemberian kembali izin akuisisi.

2. Menentukan *event window* dan *estimation window*

Periode observasi untuk masing-masing *event* dibagi menjadi dua periode, yaitu periode *event* (*event window*) dan periode estimasi (*estimation window*). *Estimation window* digunakan sebagai dasar penyusunan model untuk mengukur *expected return*. *Estimation window* yang digunakan adalah 240 hari sebelum *event window* dan *event window* terdiri dari dua bagian yaitu periode *pre event* dan *post event*.

Belum terdapat ketetapan yang pasti tentang jangka waktu yang tepat untuk periode waktu pada *event study*. Weston, Mitchel, dan Mulherin (2004) menyebutkan bahwa banyak studi yang memilih periode -40 hingga +40, yang artinya 40 hari sebelum *event date* dan 40 hari setelah *event date* sebagai periode waktu penelitian.

Dengan mengacu kepada penelitian-penelitian di Indonesia yang menggunakan periode yang pendek, yaitu -10 dan +10 sebagai periode penelitian, maka penelitian ini akan menggunakan -15 dan +15 sebagai periode penelitian untuk mengurangi volatilitas *market*.

3. Mendapatkan *actual return* saham dan indeks

Mendapatkan *actual return* saham yang diteliti dan indeks harga saham gabungan pada periode penelitian. *Actual return* tersebut diperlukan untuk menghitung *normal return* dari saham yang diteliti.

4. Mencari *expected return* saham yang diteliti

*Expected return* diperoleh berdasarkan data aktual saham yang diteliti dan Index Harga Saham Gabungan pada periode yang diliput dalam penelitian. *expected return* akan diperoleh melalui pendekatan *market model return* dan apabila tidak signifikan akan digunakan *mean adjusted return method*.

5. Menghitung *abnormal return*

*Abnormal return* dihitung dengan mencari selisih antara *actual return* dengan *expected return*.

6. Menghitung *cumulative abnormal return*

Menghitung *cumulative abnormal return* saham yang diteliti pada periode penelitian.

7. Membuat *plotting* grafis *abnormal return* dan *cumulative abnormal return*

Membuat *plotting abnormal return* dan *cumulative abnormal return* dalam bentuk grafis berguna untuk melihat pola pergerakan CAR yang akan menjadi dasar analisis *event study*.

8. Mencari signifikansi dengan statistik

Membuat perbandingan secara statistik rata-rata *abnormal return* sebelum tanggal *event* dan rata-rata *abnormal return* sesudah tanggal *event* dengan rata-rata *abnormal return* pada tanggal *event* (hari ke 0) untuk melihat apakah terdapat perbedaan yang signifikan secara statistik *abnormal return* antara periode sebelum dan sesudah dengan hari ke 0.

### 9. Interpretasi data

Melakukan analisa terhadap hasil penelitian dan juga membandingkan hasil penelitian dengan penelitian-penelitian mengenai merger dan akuisisi yang telah dilakukan sebelumnya.

### 3.2 Pengumpulan dan Pengolahan Data

Pada penelitian ini data yang digunakan adalah data harga saham harian untuk BII dan Maybank serta harga indeks saham gabungan untuk Indonesia dan Malaysia yang didapatkan dari yahoo *finance*. Penentuan Beta dilakukan untuk masing-masing *event* dengan melakukan regresi antara *return* saham dengan *return* indeks saham gabungan selama 240 hari sebelum *event window*. Sedangkan untuk estimasi *expected return* digunakan data harga saham harian untuk BII dan Maybank serta harga indeks saham gabungan untuk Indonesia dan Malaysia, yaitu:

1. 15 hari sebelum dan sesudah pengumuman resmi akuisisi atau tanggal 26 Maret 2008.
2. 15 hari sebelum dan sesudah pengumuman resmi pencabutan izin akuisisi atau tanggal 29 Juli 2008.
3. 15 hari sebelum dan sesudah pengumuman resmi pemberian kembali izin akuisisi atau tanggal 16 September 2008.

### 3.3 Uji Stasioneritas

Pengujian dilakukan pada data secara individual apakah sudah dalam keadaan stasioner, karena hal ini merupakan asumsi dasar dalam melakukan analisis *time series*. Pada umumnya data dalam bidang ekonomi mempunyai kecenderungan tren. Pada program Eviews untuk mengetahui apakah seri data yang ada sudah dalam keadaan stasioner, dilakukan *Unit Root Test Augmented Dickey-Fuller (ADF)*.

Jika data dalam keadaan non-stasioner maka perlu dilakukan diferensiasi ordo 1, atau dilanjutkan dengan ordo 2 sampai data menjadi stasioner. Dalam prakteknya cukup sampai ordo 2 data-data tersebut sudah stasioner namun jika masih belum stasioner maka data dikeluarkan dari sampel.

### 3.4 Pembentukan Model dan Estimasi *Expected Return*

Untuk menghitung *expected return*, Weston, Mitchell dan Mulherin (2004) menyebutkan tiga metode dasar yaitu : *mean adjusted return model*, *market model method* dan *market adjusted return model*. Dalam penelitian ini estimasi *expected return* akan menggunakan pendekatan *market model method*, dan bila hasil dari *market model method* tidak signifikan akan digunakan *mean adjusted return model*.

#### 3.4.1 *Market model method*

*Market model method* diestimasi dengan melakukan regresi pada periode estimasi yang telah dipilih sebelumnya, *market model* dapat dirumuskan dengan persamaan sebagai berikut :

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mt} + \epsilon_{jt} \quad (3.1)$$

Dimana :

$R_{mt}$  adalah *return* dari *market index* pada hari ke- $t$

$\beta_j$  adalah sensitivitas perusahaan  $j$  terhadap pasar atau sebagai pengukuran resiko

$\alpha_j$  adalah *mean return* sepanjang periode yang tidak dapat dijelaskan oleh pasar.

$\epsilon_{jt}$  adalah *statistical error*

Nilai  $\alpha_j$  dan  $\beta_j$  distimasi dengan melakukan regresi antara *actual return* saham yang diteliti dengan *actual return* indeks saham pada 240 hari sebelum *event window* atau dari  $t=-16$  hingga  $t=-255$  (periode estimasi). Karena jarak antar event pada penelitian ini sangat dekat maka periode estimasi yang digunakan adalah periode estimasi pada event yang pertama. Hal ini dilakukan untuk menghindari adanya pengaruh event-event penelitian pada estimasi  $\alpha_j$  dan  $\beta_j$ .

*Actual return* saham atau *actual return index* diestimasi dengan menggunakan persamaan sebagai berikut (Jogiyanto, 2003):

$$R_{jt} = \frac{(IHSI_{j,t} - IHSI_{j,t-1})}{IHSI_{j,t-1}} \quad (3.2)$$

Dan

$$R_{mt} = \frac{(IHSG_t - IHSG_{t-1})}{IHSG_{t-1}} \quad (3.3)$$

Dimana :  $R_{jt}$  adalah *actual return* saham pada periode  $t$  dari perusahaan  $j$

$R_{mt}$  adalah *actual return market* pada periode  $t$

$IHSI_{j,t}$  adalah index harga saham individu perusahaan  $j$  pada periode  $t$

$IHSI_{j,t-1}$  adalah indeks harga saham individu perusahaan  $j$  pada periode  $t-1$

$IHSG_t$  adalah indeks harga saham gabungan pada periode  $t$

$IHSG_{t-1}$  adalah indeks harga saham gabungan pada periode  $t-1$

### 3.4.2 Mean adjusted return method

Pada kondisi dimana *market model* tidak signifikan - dengan kata lain hipotesis nol bahwa  $\alpha_j=0$  dan  $\beta_j=0$  diterima - maka sebagai model penggantinya akan digunakan *mean adjusted return method*. Secara sederhana, model ini menggunakan rata-rata *return* harian selama periode estimasi. Model ini dijelaskan melalui persamaan berikut (Weston, Mitchel dan Mulherin,2004):

$$\hat{R}_{jt} = \bar{R}_j = \frac{\sum_{t=-15}^{15} R_{jt}}{200} \quad (3.4)$$

Dimana :  $\hat{R}_{jt}$  adalah *normal return* pada periode  $t$  dari perusahaan  $j$

$\bar{R}_j$  adalah *return* harian selama periode estimasi dari perusahaan  $j$

Periode estimasi (*estimation period*) umumnya merupakan periode sebelum periode *event*. Periode *event* disebut juga dengan periode pengamatan atau *event window*. Dengan *mean adjusted return method*, nilai  $\bar{R}_j$ , digunakan dalam *window* [-15,15] yang telah ditetapkan sebelumnya.

### 3.5 Estimasi Abnormal Return

Seperti yang telah disebutkan pada metodologi *event study*, bahwa pada pendekatan statistik *event study*, *abnormal return* digunakan untuk mengukur reaksi pasar terhadap suatu kejadian. Weston, Mitchell dan Mulherin (2004) mengatakan bahwa *abnormal return* adalah sebagian dari *return* yang tidak diprediksikan sebelumnya dan merupakan ukuran dari perubahan nilai perusahaan untuk hari tersebut yang disebabkan oleh suatu kejadian. *Abnormal return* didefinisikan berdasarkan persamaan berikut:

$$AR_{jt} = R_{jt} - \hat{R}_{jt} \quad (3.5)$$

Dimana :  $AR_{jt}$  adalah *abnormal return* pada periode  $t$  dari perusahaan  $j$

$R_{jt}$  adalah *actual return* pada periode  $t$  dari perusahaan  $j$

$\hat{R}_{jt}$  adalah *normal return* pada periode  $t$  dari perusahaan  $j$

Dalam perhitungan *abnormal return*, *return* pada *window*  $[-15,15]$  dikurangkan dengan *expected return* yang diestimasi melalui *market model method*.

### 3.6 Estimasi Cumulative Abnormal Return

*Cumulative abnormal return* merupakan representasi dari rata-rata *total effect* dari suatu kejadian terhadap seluruh perusahaan pada suatu *time interval* (Weston, Mitchell dan Mulherin, 2004). MacKinlay (1997) mengemukakan bahwa konsep dari CAR diperlukan untuk mengakomodasi beberapa periode *event window*. *Cumulative abnormal return* didefinisikan berdasarkan persamaan berikut:

$$CAR_j(t1, t2) = \sum_{t=t1}^{t2} AR_{jt} \quad (3.6)$$

Dimana :  $CAR_j(t1, t2)$  adalah *cumulative abnormal return* pada periode  $t$  dari perusahaan  $j$

$AR_{jt}$  adalah *abnormal return* pada periode  $t$  dari perusahaan  $j$

### 3.7 Estimasi Standardized Abnormal Return

Perhitungan *abnormal return* yang signifikan dilakukan dengan perhitungan *standardized abnormal return* sebagai berikut (Jogiyanto, 2003):

- a. Menghitung *Standard Error of Estimation*

$$SEE = \sqrt{\frac{\sum_{j=t1}^{t2} (R_{ij} - E(R))^2}{T1 - 2}} \quad (3.7)$$

Dimana : SEE adalah *standard error of estimation*

$R_{ij}$  adalah *return* sekuritas ke- $i$  untuk hari ke- $j$  pada periode estimasi

$E(R)$  adalah *expected return*

$T1$  adalah jumlah hari di periode estimasi

- b. Menghitung *Standard Error of Forecast*

$$SEF = SEE \sqrt{1 + \frac{1}{T1} + \frac{(R_{mt} - \bar{R}_m)^2}{\sum_{j=t1}^{t2} (R_{mj} - \bar{R}_m)^2}} \quad (3.8)$$



Dimana : SEF adalah *standard error of forecast*

$R_{mt}$  adalah *return indeks market* hari ke- $t$  di *event window*

$R_{mj}$  adalah *return indeks market* pada periode estimasi

$R_m$  adalah rata-rata *return indeks market* pada periode estimasi

c. Menghitung *Standardized Abnormal Return*

$$SAR_{i,t} = \frac{AR_{i,t}}{SEF} \quad (3.9)$$

Dimana : SAR adalah *standardized abnormal return*

AR adalah *abnormal return*

SEF adalah *standard error of forecast*

### 3.7 Pengujian Statistik Terhadap *Abnormal Return*

Pengujian Statistik terhadap *abnormal return* mempunyai tujuan untuk melihat signifikansi *abnormal return* yang ada di *event window*. Signifikansi yang dimaksud adalah bahwa *abnormal return* tersebut secara statistik signifikan tidak sama dengan nol. Karena jumlah *sample* yang digunakan pada penelitian ini lebih besar atau sama dengan 30 maka digunakan *z-test*.

Secara umum, *z-test* membandingkan suatu *sample* dengan rata-rata populasi untuk menentukan apakah terdapat perbedaan yang signifikan. Nilai *z* dapat dihitung dengan persamaan berikut :

$$z = \frac{x - \mu}{SE} \quad (3.10)$$

Dimana :  $x$  adalah nilai rata-rata yang akan di-*standardize*

$\mu$  adalah rata-rata dari populasi

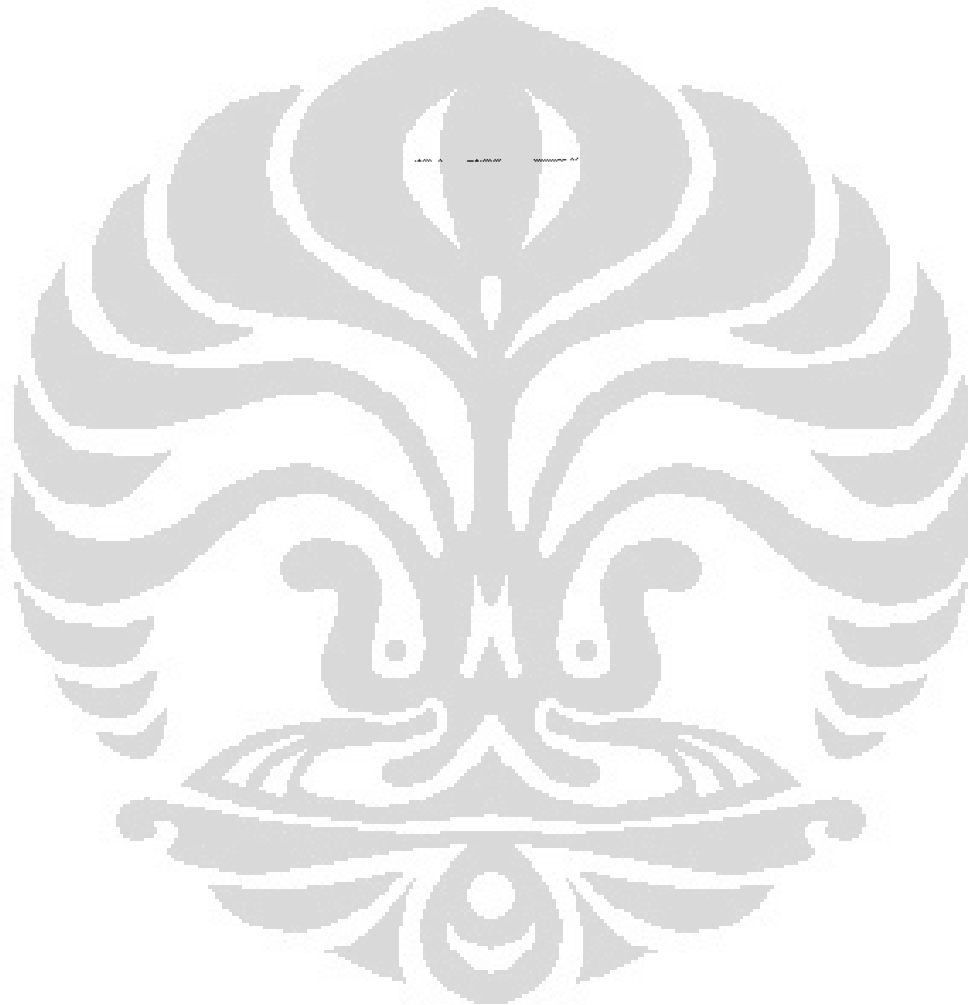
SE adalah Standard Error

### 3.8 Hipotesis Penelitian

Berdasarkan tujuan penelitian, maka dapat disusun hipotesis penelitian sebagai berikut:

$H_0 : AR = 0$  (Hipotesa nol bahwa *abnormal return* adalah nol atau *event* tidak secara signifikan mempengaruhi perilaku dari *return* saham selama *event window*)

$H_1 : AR \neq 0$  (Hipotesa satu bahwa *abnormal return* tidak sama dengan nol atau *event* mempengaruhi secara signifikan perilaku dari *return* saham selama *event window*)



## BAB 4 ANALISIS DAN PEMBAHASAN

### 4.1 Event Pertama, Pengumuman Akuisisi

*Event* pertama pada penelitian ini adalah pengumuman akuisisi oleh Maybank terhadap BII pada tanggal 26 Maret 2008. Maybank mengambil keputusan untuk melakukan akuisisi terhadap BII setelah sebelumnya berhasil mengakuisisi 100% saham saham Sorak Financial Holding Ltd di BII senilai US\$ 1,5 Miliar (Rp 13,5 Triliun) yang memiliki 56,13% kepemilikan pada BII.

#### 4.1.1 Event Study Pada BII

Pada *event* pertama dalam penelitian ini permodelan untuk *expected return* dilakukan dengan melakukan regresi antara *return* saham BII dan *return* IHSG pada periode estimasi. Sebelum melakukan regresi untuk permodelan *expected return*, dilakukan uji stationeritas terhadap *return* saham BII untuk melihat apakah terdapat masalah stationeritas pada data.

Null Hypothesis: RETURN has a unit root Exogenous: Constant (lag length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=14))		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-14.97057	0
Test critical values:			
	1% level	-3.457515	
	5% level	-2.87309	
	10% level	-2.57316	
*Asymptotic p-values based on: (1995) one-sided p-values.			
Augmented Dickey-Fuller Test Equation			
Dependent Variable: D(RETURN)			
Method: Least Squares			
Date: 11/20/08 Time: 23:23			
Sample (adjusted): 3/13/2007 3/11/2008			
Included observations: 240 after adjusting endpoints			

Gambar 4.1 Uji ADF BII Event 1

Sumber : hasil pengolahan data

Hasil uji stationeritas sebagaimana diperlihatkan pada Gambar 4.1 diatas menunjukkan bahwa data telah stationer dengan nilai absolut ADF 14.97057 yang lebih besar daripada *critical value*. Setelah dilakukan regresi antara *return* saham

BII dan *return* IHSB maka didapatkan permodelan untuk *expected return* sebagai berikut:

$$E(r) = 0.000904 + 1.00831 Rm \quad (4.1)$$

Permodelan *expected return* tersebut kemudian digunakan untuk menghitung AR dan CAR. Untuk melihat signifikansi suatu *event* dapat menghasilkan AR bagi investor maka dilakukan uji signifikansi menggunakan z-test. Sebelum dilakukan uji signifikansi, AR BII dirubah terlebih dahulu menjadi SAR dan kemudian dibandingkan dengan *critical value* z-test. Hasil uji signifikansi dapat dilihat pada Tabel 4.1.

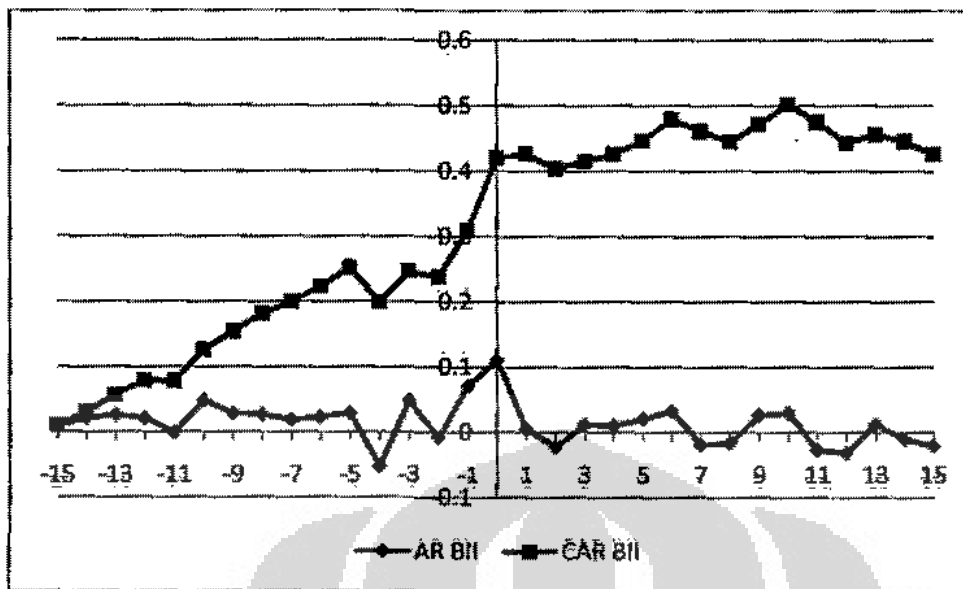
Tabel 4.1 Event Study BII 1

Event Day	AR	SAR	Significant Level	CAR	SCAR
-15	0.010184047	0.381871593		0.010184047	0.381871593
-14	0.020697187	0.779798066		0.030881234	1.161670062
-13	0.026632623	1.063942129		0.057513857	2.165612191
-12	0.021246269	0.80078911		0.078760126	2.9664013
-11	-0.00090391	-0.034072854		0.077856216	2.932328446
-10	0.047905332	1.77454785	*	0.123761548	4.706876296
-9	0.028605911	1.078191244		0.154366539	5.78506754
-8	0.026568791	1.000610972		0.180923335	6.785678512
-7	0.018740686	0.695663452		0.199674036	7.481341964
-6	0.022715634	0.852445131		0.22238967	8.333787093
-5	0.029175351	1.092081349		0.251565022	9.423868443
-4	-0.032882588	-1.992084386	**	0.198682433	7.433784957
-3	0.047752675	1.799086232		0.246435108	9.232870289
-2	-0.007725647	-0.291178418		0.238709462	8.941691871
-1	0.071137391	2.66209285	***	0.309847052	11.60378472
0	0.110818429	4.176079908	***	0.420665481	15.77986463
1	0.005424077	0.20445729		0.426089558	15.98432192
2	-0.022335568	-0.841909079		0.40375399	15.14281284
3	0.01142339	0.430009529		0.41517738	15.37282237
4	0.010612705	0.39844422		0.423790086	15.97126659
5	0.02060859	0.773921783		0.446396676	16.74518837
6	0.033093531	1.229031732		0.479492207	17.9742201
7	-0.018524957	-0.697139432		0.46096725	17.27708068
8	-0.016197059	-0.610340726		0.444770191	16.68653993
9	0.026534851	0.997953942		0.471305041	17.6644939
10	0.030325816	1.134565957		0.501630857	18.79905985
11	-0.026730624	-1.00370456		0.474900233	17.79335529
12	-0.031569327	-1.183334944		0.443930907	16.61202035
13	0.012860244	0.483953214		0.45619115	17.09597356
14	-0.010567889	-0.398204219		0.445623261	16.69776934
15	-0.020092332	-0.755855946		0.425330929	15.9419134

Keterangan : Karena N=30 maka digunakan z-test  
 \* Signifikan pada  $\alpha=10\%$ , critical value  $z=1.645$   
 \*\* Signifikan pada  $\alpha=5\%$ , critical value  $z=1.960$   
 \*\*\* Signifikan pada  $\alpha=1\%$ , critical value  $z=2.575$

Sumber: hasil pengolahan data

Pada Tabel 4.1 terlihat bahwa reaksi investor BII signifikan secara positif pada saat pengumuman akuisisi ( $t=0$ ) dengan  $\alpha=1\%$ . Reaksi investor BII yang signifikan juga terjadi pada hari-hari sebelum akuisisi tersebut diumumkan yaitu pada  $t=-10$  dengan  $\alpha=10\%$ ,  $t=-4$  dengan  $\alpha=5\%$  dan  $t=-1$  dengan  $\alpha=1\%$ .



Gambar 4.2 CAR dan AR BII Event 1

Sumber : hasil pengolahan data

Pada Gambar 4.2 diatas terlihat bahwa terdapat tren CAR yang meningkat pada hari sebelum pengumuman resmi akuisisi BII oleh Maybank. Pada  $t=-1$  atau satu hari sebelum diumumkannya rencana akuisisi terlihat adanya peningkatan AR yang signifikan.

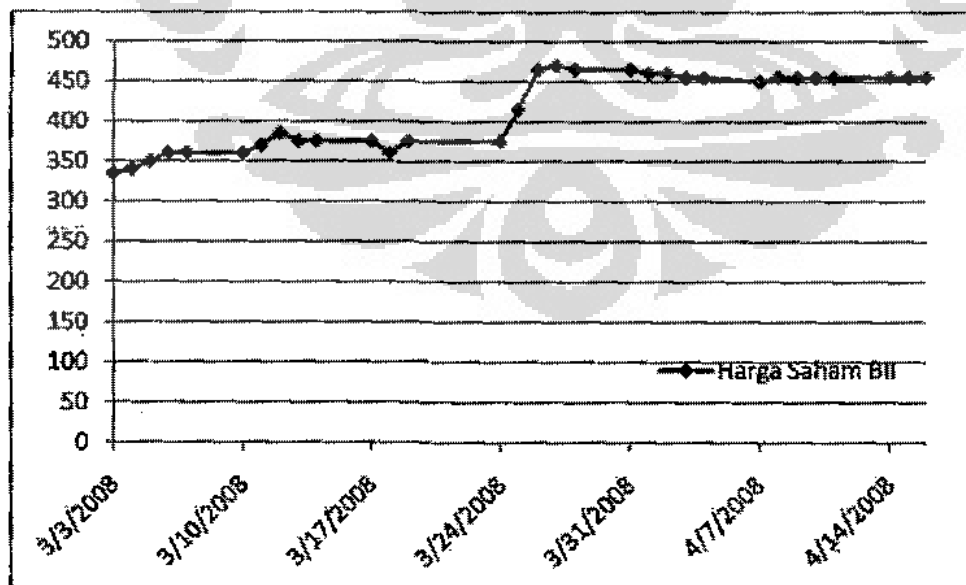
Satu hari sebelum dikeluarkannya pengumuman resmi dari Maybank harga saham BII telah meningkat sebesar 10,66% dari *level* harga Rp 375 ke *level* harga Rp 415. Pada hari ke 0 terlihat reaksi positif para investor dengan  $\alpha=1\%$  yang menunjukkan bahwa rencana tersebut disambut baik oleh para investor. Damodaran (2002) mengatakan bahwa apabila terdapat pergerakan pasar sebelum adanya pengumuman resmi maka hal tersebut dapat menjadi indikasi adanya *insider trading* atau kebocoran informasi di pasar.

Rencana akuisisi BII oleh Maybank diawali dari keputusan divestasi Temasek terhadap BII. Temasek yang saat itu mempunyai kepemilikan pada bank Danamon dan BII terbentur oleh Peraturan Bank Indonesia Nomor: 8/16/PBI/2006 mengenai kepemilikan tunggal pada perbankan Indonesia (*single presence policy*) dan terpaksa menjual kepemilikannya di BII. Temasek melalui anak perseroannya, Fullerton, memiliki 68,09% saham bank Danamon. Lalu Fullerton mengendalikan Sorak Financial Holding Ltd memiliki 56,13% saham BII (Chaerul, 2008).

Sentiment positif para investor dapat terlihat pada naiknya harga BII pada hari ke 0 ke *level* harga Rp 465 setelah ditutup pada perdagangan hari sebelumnya di *level* harga Rp 415. Sentimen tersebut terkait dengan harga pembelian saham BII oleh Maybank sebesar Rp 510 per lembar saham yang berada di atas harga premium rata-rata.

Jika dilihat dari kinerja BII sendiri selama tahun 2007, kinerja BII mengalami penurunan yang dapat terlihat dari pembukuan laba bersih sebesar Rp 404,757 milyar atau turun sebesar 36,12% bila dibandingkan tahun 2006 yang membukukan laba bersih sebesar Rp 633,71 milyar (Laporan Keuangan BII 2007). Penurunan laba bersih tersebut dikarenakan menurunnya kemampuan BII dalam meningkatkan pendapatan bunga yang menyebabkan pendapatan bunga bersih perusahaan menurun. Untuk kinerja BII tahun 2008 kuartal ketiga jika dibandingkan dengan kinerja tahun 2007 pada kuartal yang sama mengalami penurunan laba bersih sebesar 10,54% dari Rp 438,518 milyar ke Rp 392,260 milyar (Laporan Keuangan BII kuartal 3 pada 2008).

Pada Gambar 4.3 dapat dilihat bahwa selama rentang waktu *event window* yang digunakan, harga saham BII mencapai nilai tertinggi pada penutupan tanggal 27 Maret 2008 tepat sehari setelah diumumkan rencana Maybank untuk mengakuisisi BII. Pada hari itu saham BII ditutup pada *level* harga Rp 470 dan Rp 465 pada penutupan hari sebelumnya.



Gambar 4.3 Harga Saham BII Event 1

Sumber: hasil pengolahan data

#### 4.1.2 Event Study Pada Maybank

Seperti penelitian pada *event* yang sama di BII, prosedur penelitian yang sama juga diterapkan pada penelitian *event* pertama Maybank. Pada Gambar 4.4 dapat dilihat bahwa nilai ADF *return* Maybank pada periode estimasi tidak memiliki masalah stationeritas. Hal tersebut ditunjukkan dari nilai absolut ADF sebesar 14.68723 dimana nilai tersebut lebih besar dari *critical value*.

Setelah dilakukan regresi antara *return* saham Maybank dan *return* Kuala Lumpur Composite Index (KLCI) maka didapatkan permodelan untuk *expected return* sebagai berikut :

$$E(r) = -0.0017 + 0.83256 R_m \quad (4.2)$$

Setelah mendapatkan permodelan untuk *expected return* maka dapat dilakukan perhitungan untuk mencari AR dan CAR saham Maybank. Seperti penelitian sebelumnya pada BII, *return* saham Maybank harus diubah terlebih dahulu ke dalam bentuk SAR sebelum diuji signifikansinya menggunakan z-test. Hasil uji signifikansi AR Maybank dapat dilihat pada Tabel 4.2.

Null Hypothesis: RETURN has a unit root		t-Statistic	Prob.*
Exogenous: Constant			
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=14)			
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-14.68723	0
Test critical values:	1% level	-3.43763	
	5% level	-2.87344	
	10% level	-2.573187	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.			
Augmented Dickey-Fuller Test Equation			
Dependent Variable: D(RETURN)			
Method: Least Squares			

Gambar 4.4 Uji ADF Maybank Event 1

Sumber : hasil pengolahan data

Tabel 4.2 Event Study Maybank 1

Event Day	AR	SAR	Significant Level	CAR	SCAR
-15	0.011745511	0.71510517		0.011745511	0.71510517
-14	0.012033039	0.739307307		0.02377855	1.454412477
-13	0.009470159	0.58423621		0.033248709	2.038648687
-12	0.024500788	1.317195765		0.058149497	3.355844453
-11	0.019474761	1.183504127		0.077624258	4.539348579
-10	-0.027639404	-1.690566603	**	0.049984854	2.848781976
-9	-0.003934513	-0.361446643		0.044050341	2.487335333
-8	0.02396287	1.477586268		0.068018211	3.964921601
-7	0.002133488	0.131065546		0.070146699	4.095987147
-6	-6.07198E-05	-0.003746428		0.070085979	4.092240718
-5	0.020629042	1.272340365		0.090715021	5.364481084
-4	-6.84013E-05	-0.00422038		0.090646619	5.360260704
-3	0.00744694	0.452501466		0.09809356	5.81976217
-2	-0.006674406	-0.411085559		0.091419154	5.40867661
-1	0.004502305	0.274786842		0.095821459	5.683463452
0	-0.008771949	-0.539693646		0.08714951	5.143769806
1	-0.065508481	-4.038780723	***	0.021641029	1.104989083
2	0.016649032	1.027118705		0.038290061	2.132107788
3	-0.002791281	-0.171949737		0.03549878	1.960156051
4	-0.000228898	-0.014122857		0.035269883	1.946035194
5	-0.014804476	-0.9120079		0.020465407	1.034027294
6	-0.000971831	-0.059800611		0.019493576	0.974226682
7	0.004145371	0.255726115		0.023638947	1.229962797
8	0.002319817	0.143137094		0.025958764	1.373089891
9	0.00467109	0.288159561		0.030629854	1.661249452
10	0.000320938	0.019802461		0.030950792	1.681051913
11	-0.006070306	-0.372628785		0.024880486	1.308423128
12	0.002633636	0.162496926		0.027514122	1.470920093
13	0.010621153	0.639749647		0.038133275	2.124669701
14	0.000490692	0.030236549		0.038625968	2.15490625
15	-0.016665202	-1.027270343		0.021960765	1.127635907

Keterangan : Karena N=30 maka digunakan z-test  
\* Signifikan pada  $\alpha=10\%$ , critical value  $z=1.645$   
\*\* Signifikan pada  $\alpha=5\%$ , critical value  $z=1.960$   
\*\*\* Signifikan pada  $\alpha=1\%$ , critical value  $z=2.575$

Sumber : hasil pengolahan data

Pada Tabel 4.2 di atas dapat dilihat bahwa *event* pengumuman akuisisi BII oleh Maybank mendapatkan reaksi negatif yang signifikan pada  $t=1$  dengan  $\alpha=1\%$ . Pada *event window* penelitian ini juga ditemukan adanya reaksi pasar yang negatif pada  $t=-10$  dengan nilai  $\alpha=5\%$ .

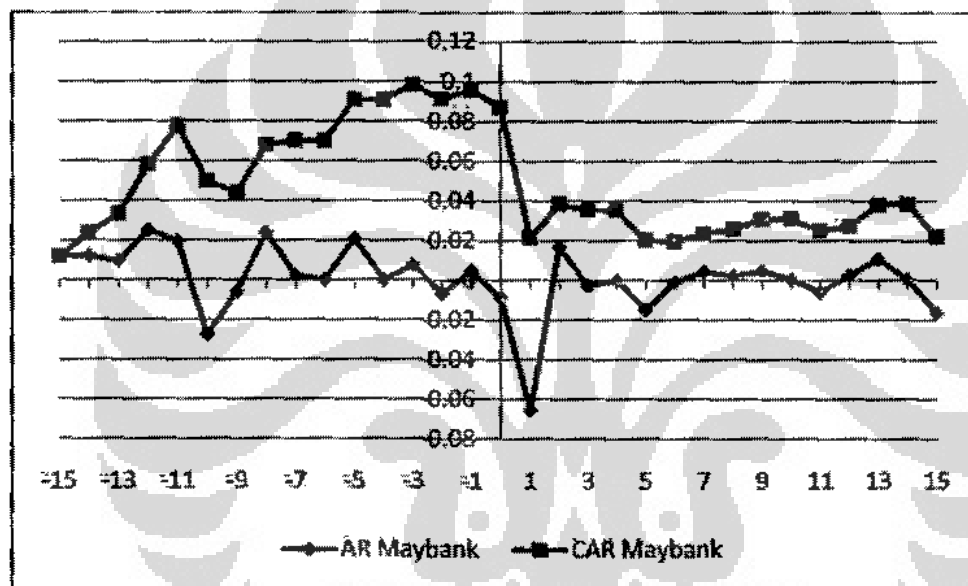
Reaksi negatif yang terjadi pada  $t=1$  *event window* penelitian ini disebabkan karena pada hari pengumuman akuisisi atau tanggal 26 Maret 2008 ( $t=0$ ) perdagangan saham Maybank dihentikan untuk sementara dan baru diperdagangkan lagi pada tanggal 27 Maret 2008 ( $t=1$ ). Karena penghentian sementara tersebut maka pasar baru menunjukkan reaksinya setelah perdagangan dibuka kembali atau pada  $t=1$ .

Untuk tren pergerakan CAR dan AR saham Maybank dapat terlihat pada Gambar 4.5, dimana terjadi penurunan CAR dan AR setelah tanggal pengumuman akuisisi atau hari ke 0. Pada pergerakan CAR sebelum munculnya pemberitaan resmi dari Maybank juga terlihat adanya reaksi pada pasar, namun hal tersebut



tidak dapat dikatakan terdapat kebocoran informasi seperti halnya penelitian pada BII sebelumnya. Apabila pada Maybank terdapat kebocoran informasi maka trend CAR seharusnya akan terlihat menurun sedikit demi sedikit pada periode sebelum pengumuman akuisisi, namun yang terlihat pada Gambar 4.5 tidak menunjukkan demikian.

Dari  $t=0$  hingga  $t=1$  terlihat penurunan CAR sebesar 0.067309. Penurunan CAR tersebut disebabkan karena sentiment negatif para investor terhadap keputusan pembelian saham BII dengan nilai yang dianggap terlalu mahal oleh para investor Maybank.

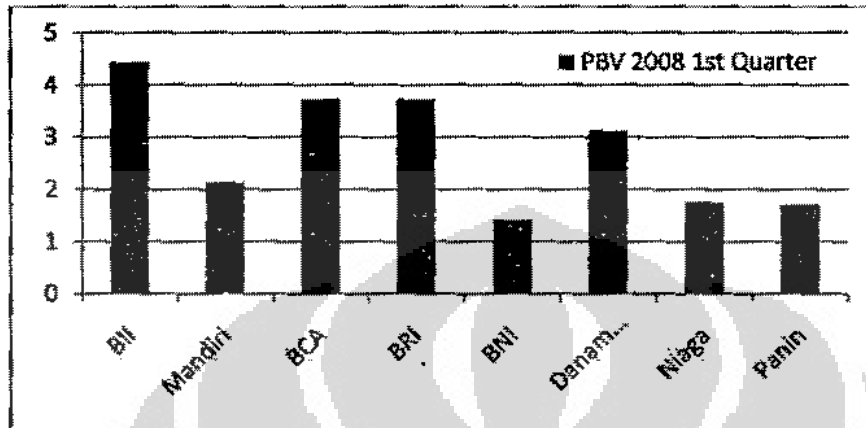


Gambar 4.5 CAR dan AR Maybank Event 1

Sumber : hasil pengolahan data

Maybank memutuskan untuk mengakuisisi BII dengan membeli saham BII pada harga Rp 510 atau 4,6 kali *price to book value* BII. Pembelian saham BII oleh Maybank sebesar 4,6 kali *price to book value* tersebut merupakan nilai terbesar sepanjang sejarah akuisisi perbankan di Indonesia. Para investor menganggap bahwa harga pembelian dengan harga tinggi tersebut berpotensi untuk merugikan pihak Maybank di kemudian hari (*Maybank Diizinkan Akuisisi BII*, 2008).

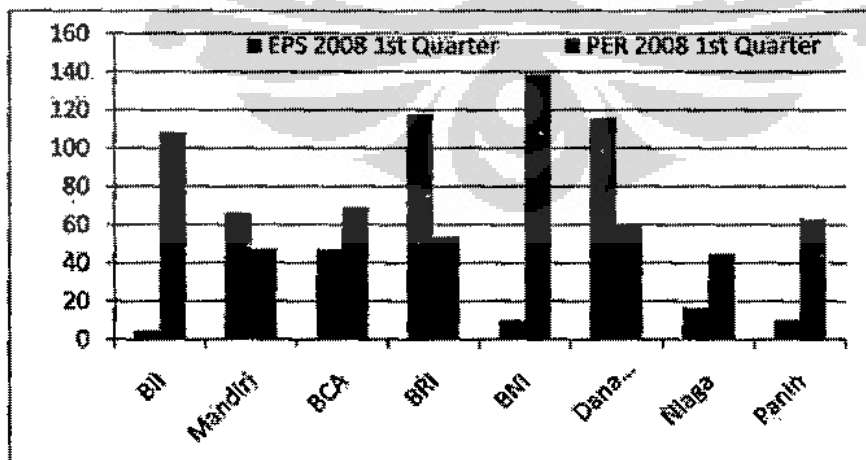
Sebagai perbandingan PBV akuisisi BII oleh Maybank, pada Gambar 4.6 ditunjukkan nilai PBV delapan bank di Indonesia yang disusun berdasarkan laporan keuangan kuartal pertama tahun 2008 (Reuters.com.).



Gambar 4.6 PBV Bank di Indonesia

Sumber: Reuters.com diolah penulis

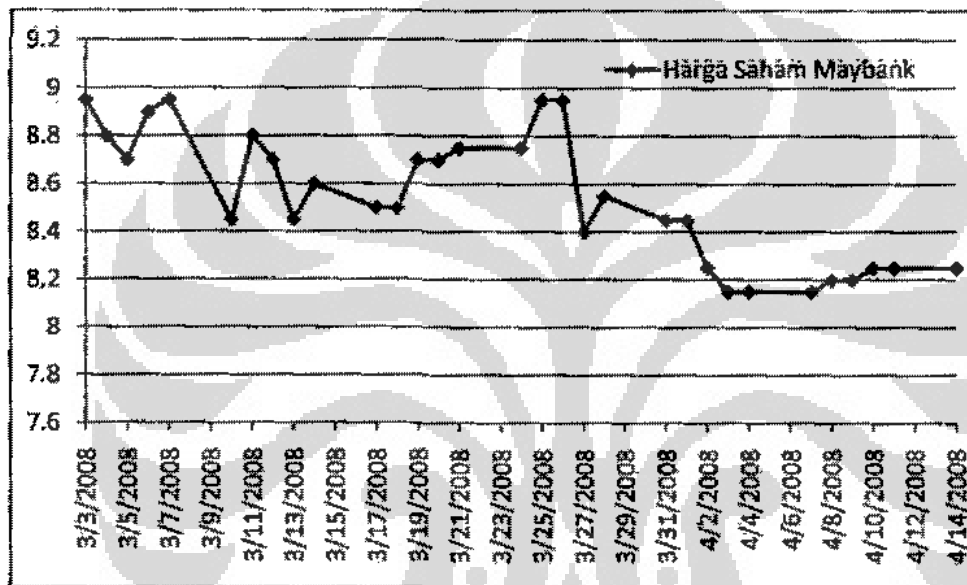
Jika dibandingkan dengan PBV bank-bank di Indonesia seperti Bank Mandiri, BCA, BRI, BNI, Danamon, Niaga dan Panin maka PBV transaksi akuisisi BII oleh Maybank berada di atas rata-rata. Transaksi perbankan di Indonesia rata-rata dilakukan dengan nilai 2,5 kali hingga 3 kali PBV (Gatsiounis, 2008). Untuk *Earning per Share* saham BII pada bulan Maret 2008 jika dibandingkan dengan bank-bank tersebut berada pada urutan terbawah, namun *Price Earnings Ratio* saham BII dapat dikatakan cukup tinggi terhadap EPS-nya.



Gambar 4.7 EPS Bank di Indonesia

Sumber: Reuters.com diolah penulis

Jika dilihat dari harga saham Maybank pada Gambar 4.8, terjadi penurunan harga yang cukup drastis dari tanggal 26 Maret 2008 ( $t=0$ ) ke 27 Maret 2008 ( $t=1$ ). Sehari setelah pengumuman akuisisi harga saham Maybank menurun sebesar 6,14% dari level harga Rp 8,95 ke level harga Rp 8,4. Walaupun pada tanggal 28 Maret 2008 ( $t=2$ ) harga saham Maybank sempat *rebounding* ke level harga Rp 8,55 namun setelah itu terlihat tren menurun pada harga saham Maybank, dan titik terendah terlihat pada tanggal 3 April 2008 dengan level harga Rp 8,15.



Gambar 4.8 Harga Saham Maybank Event I

Sumber : Hasil pengolahan

Penurunan harga saham Maybank dua hari berturut-turut dari tanggal 2 April 2008 ( $t=5$ ) dan 3 April 2008 ( $t=6$ ) dikarenakan suasana politik dalam negeri Malaysia. Pada tanggal tersebut muncul krisis kepemimpinan pada partai yang berkuasa di pemerintahan saat itu. Perdana Menteri Abdullah Ahmad Badawi memberikan pernyataan ulang bahwa ia tidak akan mengundurkan diri setelah kekalahan besar pada pemungutan suara yang baru saja diadakan. Pernyataan Abdullah muncul sehari setelah perdana menteri sebelumnya Mahatir Mohammad mendesak anggota partai United Malays National Organization (UMNO) yang sedang berkuasa untuk mengusir ketua partai mereka Abdullah. Koalisi Barisan Nasional yang dipimpin oleh UMNO kehilangan dua pertiga suara di parlemen

untuk pertama kalinya dalam 40 tahun pada pemilihan tanggal 8 Maret 2008. Pada tanggal 3 April 2008 ( $t=6$ ) Kuala Lumpur *Composite Index* ditutup turun 17,97 point atau 1,5% pada *level* harga Rm 1221,68. (*Malaysian shares end morning lower; builders fall on political fears - UPDATE, 2008*)

Weston, Mitchell dan Mulherin (2004) mengatakan bahwa pada *event* merger dan akuisisi, perusahaan *target* memiliki pola tren CAR menanjak dan perusahaan *bidder* memiliki pola tren yang menurun setelah sebelumnya terdapat sedikit kenaikan. Perusahaan *bidder* memiliki peningkatan yang tidak biasa pada harga saham mereka sebelum dikeluarkannya pengumuman akuisisi. Hal tersebut sesuai dengan hasil penelitian pada *event* pertama ini dimana CAR BII memiliki tren menanjak dan CAR Maybank memiliki tren menurun setelah pengumuman akuisisi. Pada harga saham Maybank sesaat sebelum dikeluarkannya pengumuman resmi juga terlihat ada kenaikan, pada tanggal 25 maret 2008 ( $t=-1$ ) harga saham Maybank ditutup pada *level* harga Rm 495.

#### 4.2 *Even* Kedua, Pengumuman Pencabutan Izin Akuisisi

*Event* kedua pada penelitian ini adalah pengumuman resmi pencabutan izin akuisisi antara BII dengan Maybank. Setelah sebelumnya pihak Maybank mengatakan secara resmi akan membeli saham BII dari Temasek dan Kookmin Bank dengan total nilai transaksi US\$ 2,7 milyar, pada tanggal 29 Juli 2008 Bank Negara Malaysia mencabut izin akuisisi tersebut.

##### 4.2.1 *Event Study* Pada BII

Pada *event* kedua penelitian ini saham BII sedang dalam masa *suspend* sehingga *event study* yang dilakukan menggunakan *event window* sebelum dan sesudah masa *suspend* saham BII. *Suspend* terhadap saham BII dilakukan oleh pihak Bursa Efek Indonesia di seluruh pasar pada tanggal 31 Juli 2008. *Suspend* tersebut dilakukan untuk mencegah terjadinya perdagangan yang tidak wajar atas saham perusahaan tercatat di BEI dan untuk memperoleh kejelasan mengenai perkembangan selanjutnya tentang pembatalan persetujuan Bank Negara Malaysia atas rencana akuisisi saham BII yang dimiliki oleh Sorak Financial Holdings Pte. Oleh Maybank (*BEI "Suspend" Saham BII, 2008*).

Prosedur penelitian yang dilakukan pada *event* kedua ini sama dengan prosedur penelitian pada *event-event* sebelumnya, yaitu melakukan uji stationeritas *return* saham BII sebelum membentuk model *expected return*. Pada Gambar 4.9 dapat dilihat bahwa *return* saham BII pada periode estimasi *event* kedua tidak mengalami masalah stationeritas. Hal tersebut ditunjukkan dengan nilai absolut ADF sebesar 14.59037 yang lebih besar dari *critical value*.

Null Hypothesis: RETURN2 has a unit root	
Exogenous: Constant	
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=14)	
	t-Statistic Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-14.59037
Test critical values:	
1% level	-3.457515
5% level	-2.67339
10% level	-2.57316
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.	
Augmented Dickey-Fuller Test Equation	
Dependent Variable: D(RETURN2)	
Method: Least Squares	

Gambar 4.9 Uji ADF BII Event 2

Sumber : hasil pengolahan

Setelah dilakukan regresi antara *return* saham BII dan *return* IHSG pada periode estimasi maka didapatkan pemodelan untuk *expected return* sebagai berikut :

$$E(r) = 0.000904 + 1.00831 R_m \quad (4.3)$$

Dengan model *expected return* tersebut kemudian dilakukan penghitungan AR dan CAR untuk saham BII pada *event* kedua ini. Hasil perhitungan AR, CAR dan uji signifikansi dengan z-test dapat dilihat pada Tabel 4.3.

Tabel 4.3 Event Study BII 2

Event Day	AR	SAR	Significant Level	CAR	SCAR
-15	0.00997225	0.327974492		0.00997225	0.327974492
-14	-0.004027574	-0.382547757		0.005944686	0.195426735
-13	0.003418662	0.112500683		0.009363348	0.307927418
-12	-0.001178557	-0.038788259		0.008184791	0.269139165
-11	0.006761948	0.222468444		0.01494674	0.491607609
-10	0.019038997	0.625183493		0.033983737	1.116771102
-9	-0.002392591	-0.078743414		0.031593145	1.038027687
-8	0.001178281	0.038661859		0.032771427	1.076689546
-7	0.022093535	0.726482645		0.054864962	1.803172191
-6	-0.03682729	-1.207703698		0.018037672	0.395468493
-5	-0.01866363	-0.646932868		-0.001625958	-0.051464375
-4	0.028389223	0.83544443		0.023763265	0.783980055
-3	0.015042236	-0.494520802		0.008721029	0.384595553
-2	-0.006089226	-0.20037275		0.002631803	0.089086793
-1	-0.014528757	-0.477577645		-0.011896954	-0.388590852
0	-0.033812113	-1.112804775		-0.045709066	-1.501395627
1	0.107673132	2.857960715	***	0.061964065	1.356565067
2	0.013572696	0.438265934		0.075536763	1.794831021
3	-0.049548667	-1.624075283		0.026188096	0.170755738
4	-0.011831366	-0.389010572		0.01433673	-0.218255234
5	0.091031664	2.99550461	***	0.103388994	2.777249376
6	0.050762128	1.670141103	*	0.12615052	4.44739048
7	-0.328405035	-10.79776928	***	-0.172254514	-6.350378802
8	0.006513376	0.214295101		-0.163741138	-6.136083701
9	0.509438417	15.67957817	***	0.337698279	9.543489471
10	-0.006144663	-0.201861364		0.331553616	9.341628107
11	0.186064637	5.773821221	***	0.517618313	15.11544933
12	-0.00090391	-0.029749182		0.316714403	15.08370015
13	-0.007988757	-0.262852729		0.508725646	14.82284742
14	-0.087548171	-2.815199869	***	0.421177475	12.00764755
15	0.011029022	0.361872955		0.432206497	12.3695205

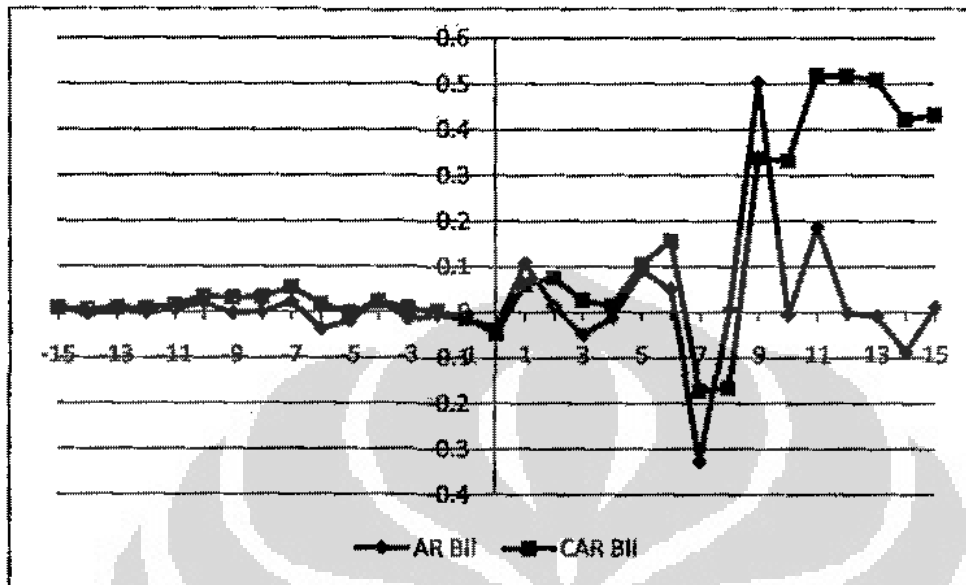
Keterangan : Karena N=30 maka digunakan z-test  
 \* Signifikan pada  $\alpha=10\%$ , critical value  $z=\pm 1.645$   
 \*\* Signifikan pada  $\alpha=5\%$ , critical value  $z=\pm 1.960$   
 \*\*\* Signifikan pada  $\alpha=1\%$ , critical value  $z=\pm 2.575$

Sumber : Hasil pengolahan

Dari hasil uji signifikansi AR pada Tabel 4.3 dapat dilihat bahwa BII pada event kedua ini mendapatkan reaksi positif pada  $t=1$  dengan  $\alpha=10\%$ ,  $t=5$  dengan  $\alpha=1\%$ ,  $t=6$  dengan  $\alpha=10\%$ ,  $t=9$  dengan  $\alpha=1\%$  dan  $t=11$  dengan  $\alpha=1\%$ . Sedangkan reaksi negatif terlihat pada  $t=7$  dengan  $\alpha=1\%$ , dan  $t=14$  dengan  $\alpha=1\%$ .

Pada event ini tidak terlihat adanya *abnormal return* yang signifikan pada hari ke 0, hal ini disebabkan BEI segera melakukan *suspend* terhadap saham BII setelah mendapatkan surat dari Bank Negara Malaysia mengenai pencabutan izin akuisisi BII oleh Maybank. Pada  $t=0$  atau tepatnya tanggal 29 Juli 2008 saham BII ditutup pada level harga Rp 460 atau menurun 3,158% dari hari sebelumnya. Hal ini merupakan indikator bagi BEI untuk mengeluarkan kebijakan *suspend* terhadap saham BII untuk mencegah harga saham BII jatuh lebih dalam akibat pencabutan izin akuisisi dari Bank Negara Malaysia. Apabila tidak dilakukan *suspend* terhadap saham BII ada kemungkinan sentiment negatif para investor akan menjatuhkan harga saham BII ke nilai yang tidak wajar dan dapat merugikan

perbankan Indonesia dan para investor. (*Perbanas: Kasus BII Kacaukan Industri Bank Indonesia, 2008*)



Gambar 4.10 CAR dan AR BII Event 2

Sumber : Hasil pengolahan

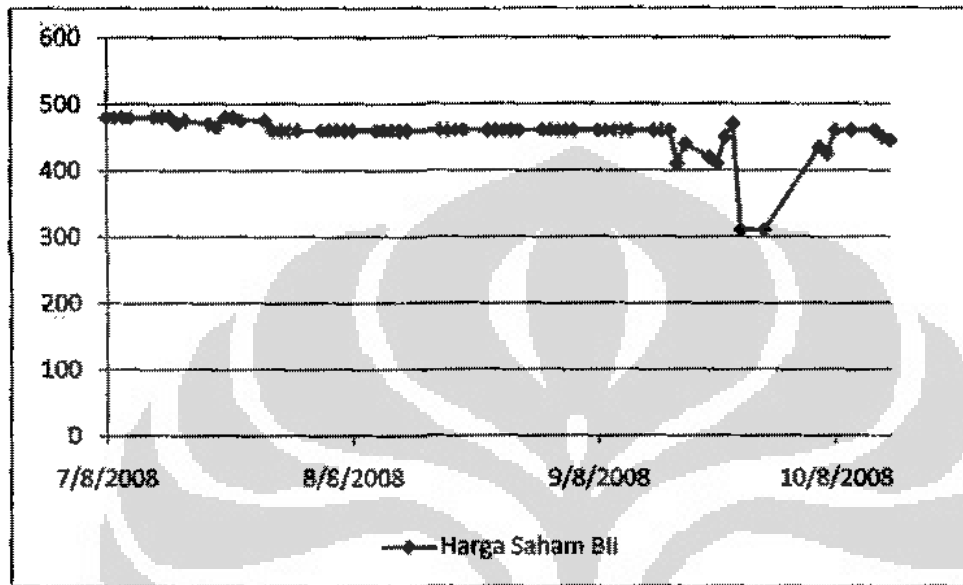
Pada grafik CAR BII diatas terlihat bahwa sebelum hari ke-0 terdapat fluktuasi CAR dengan kecenderungan menurun ke arah negatif. Tren penurunan CAR terlihat pada  $t=-6$  dan berlanjut hingga  $t=0$ . Tren penurunan tersebut terjadi karena secara keseluruhan IHSG sedang mengalami penurunan akibat ketakutan akan krisis di Amerika Serikat (*IHSG Hanya Naik 3 Poin, 2008*).

Kenaikan CAR pada  $t=1$  pada *event window* disebabkan karena periode *suspend* berakhir setelah Bank Negara Malaysia memberikan izin kembali pada Maybank untuk melanjutkan akuisisi saham BII. Izin Bank Negara Malaysia dikeluarkan setelah Bapepam menjelaskan secara langsung kepada pihak Bank Negara Malaysia tentang pengertian keadaan darurat yang dapat menyebabkan perpanjangan masa divestasi bisa dilakukan.

Pada pasal 21 Peraturan Bapepam-LK No. IX.H.1 tentang Pengambilalihan Perusahaan Terbuka menyebabkan Bapepam-LK dapat memperpanjang jangka waktu pemenuhan kewajiban pengendali baru. Syarat yang ditegaskan dalam pasal tersebut antara lain keadaan darurat. Penundaan pelepasan kembali 20% saham BII ke pasar dapat dilakukan apabila memenuhi

Universitas Indonesia

dua syarat. *Pertama*, apabila pelepasan kembali saham BII (*refloat*) dapat mengakibatkan potensi kerugian terhadap pengendali baru. *Kedua*, kondisi kerugian material itu mencapai 10% dari total divestasi dalam akuisisi perusahaan terbuka (Pravita & Runga, 2008).



Gambar 4.11 Harga Saham BII Event 2

Sumber : Hasil pengolahan

Pada tanggal 18 September 2008 ( $t=1$ ) atau hari pertama perdagangan BII dibuka setelah *suspend* selama 1,5 bulan, saham BII ditutup pada *level* harga Rp 410 atau turun sebesar 10,87% dari *level* harga Rp 460. Pemurunan harga saham tersebut dikarenakan *Price Earnings Rasio* (PER) BII yang sudah terlalu tinggi. PER BII adalah sebesar 57,287 atau jauh lebih besar jika dibandingkan dengan PER Bank Danamon, BCA dan Bank CIMB Niaga yang masing-masing sebesar 16,063, 17,254, dan 11,451 (Chaerul, *Saham BNII Naik Pesat Menyusul Akuisisi Oleh MayBank*, 2008).

Saham BII pada tanggal 18 September 2008 turun sejak awal perdagangan dengan *gap open* negatif dan sempat berada di *level* terendahnya di Rp 360 hingga akhirnya ditutup pada *level* harga Rp 410. Saham BII pada hari tersebut ditransaksikan sebanyak 1116 kali dengan nilai transaksi mencapai Rp 190 miliar dan dengan 441 juta lembar saham berpindah tangan (Chaerul, *Saham BNII Anjlok 10,87% Pasca Dibuka Kembali*, 2008).



Pada Gambar 4.11 terlihat penurunan yang cukup drastis pada tanggal 26 September 2008 atau  $t=7$  pada *event window*, pada tanggal tersebut harga saham BII turun sebesar 34,04% dari *level* harga Rp 470 ke *level* harga Rp 310. Hal ini dikarenakan munculnya pengumuman bahwa proses akuisisi BII oleh Maybank akan diundur satu hari dari jadwal semula yang seharusnya pada tanggal 26 September 2008. Pengunduran jadwal akuisisi tersebut dikarenakan pihak Maybank masih membicarakan harga jual saham BII dari pemilik sebelumnya yaitu Temasek dan Kookmin Bank (Chaerul, *Akuisisi Diundur, Saham BNI Terpuruk*, 2008).

Pengunduran jadwal akuisisi tersebut tersebut mendapat protes dari ketua Bapepam karena mengubah kesepakatan akuisisi BII secara mendadak, yaitu kurang dari 24 jam dari batas akhir transaksi. Hal tersebut dapat memberikan kesan negatif sekaligus menjatuhkan reputasi Maybank dimata masyarakat dan investor (*Maybank Kaji Ulang Akuisisi BII*, 2008).

Pada tanggal 6 Oktober 2008 atau  $t=9$  pada *event window* terlihat peningkatan CAR yang cukup tajam ke nilai 0,337698279 dari -0,165741138. Peningkatan CAR tersebut dikarenakan harga saham BII yang meningkat ke *level* harga Rp 435 setelah sebelumnya di-*suspend* untuk ketiga kalinya dari tanggal 29 September 2008 pada *level* harga Rp 310. Saham BII di-*suspend* sementara untuk melindungi investor publik dari ketidak pastian transaksi Maybank dengan Fullerton Financial Holdings (Santoso, 2008). Suspensi tersebut dicabut oleh BEI paska selesainya akuisisi 55,6% saham BII oleh Maybank. Maybank akhirnya sepakat untuk membayar 55,6% saham BII milik Konsorsium Sorak senilai 4,26 miliar ringgit atau setara dengan US\$ 1,24, atau pada harga Rp 433 per lembar saham (Gustia, 2008).

#### 4.2.2 *Event Study* pada Maybank

Prosedur penelitian yang dilakukan pada *event* kedua ini sama dengan prosedur penelitian *event-event* sebelumnya, yaitu melakukan uji stationeritas *return* saham BII sebelum membentuk model *expected return*. Pada Gambar 4.12 dapat dilihat bahwa *return* saham BII pada periode estimasi *event* kedua tidak

mengalami masalah stationeritas. Hal tersebut ditunjukkan dengan nilai absolut ADF sebesar 14.59037 yang lebih besar dari *critical value*.

Null Hypothesis: RETURN2 has a unit root  
Exogenous: Constant  
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=14)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-15.63995	0
Test critical values:		
1% level	-3.45763	
5% level	-2.87344	
10% level	-2.573187	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
Dependent Variable: D(RETURN2)  
Method: Least Squares

Gambar 4.12 Uji ADF Maybank Event 2

Sumber : Hasil pengolahan

Setelah dilakukan regresi antara *return* saham Maybank dan *return* KLCI pada periode estimasi maka didapatkan permodelan untuk *expected return* sebagai berikut :

$$E(r) = -0.0017 + 0.83256 R_m \quad (4.4)$$

Dengan model *expected return* tersebut kemudian dilakukan penghitungan AR dan CAR untuk saham BII pada *event* kedua ini. Hasil perhitungan AR, CAR dan uji signifikansi dengan z-test dapat dilihat pada Tabel 4.4.

Pada Tabel 4.4 dibawah dapat dilihat bahwa pada *event windows* pengumuman pencabutan izin akuisisi BII memberikan reaksi yang positif pada  $t=3$  dengan  $\alpha=5\%$ ,  $t=1$  dengan  $\alpha=5\%$  dan  $t=9$  dengan  $\alpha=10\%$ .

Tabel 4.4 Event Study Maybank 2

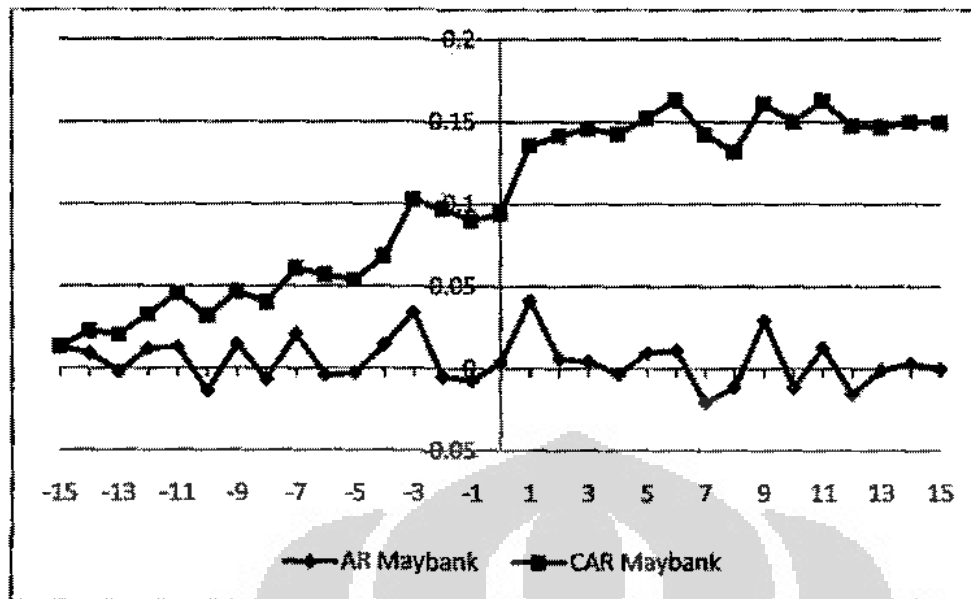
Event Day	AR	SAR	Significant Level	CAR	SCAR
-15	0.013332876	0.784702373		0.013332876	0.784702373
-14	0.009347013	0.54815451		0.022679889	1.332856883
-13	-0.002137693	-0.12583231		0.020542196	1.207024573
-12	0.011901614	0.698924946		0.03244381	1.905949519
-11	0.01322095	0.778094001		0.04566476	2.68404352
-10	-0.013762108	-0.80825422		0.031902652	1.8757793
-9	0.014781764	0.869737601		0.046684416	2.745516901
-8	-0.006594746	-0.388209989		0.04008967	2.357306912
-7	0.020719944	1.216884138		0.060809614	3.57419105
-6	-0.004117853	-0.242419161		0.05669176	3.331771889
-5	-0.00289502	-0.17034536		0.053796741	3.161426528
-4	0.014520723	0.846551736		0.082317464	4.007978264
-3	0.034120501	2.008511238	**	0.102437965	6.016489502
-2	-0.004995822	-0.294104073		0.097442143	5.722385429
-1	-0.007298499	-0.428929645		0.090143645	5.293455783
0	0.004073226	0.339779654		0.094216871	5.593235437
1	0.041444966	2.43751938	**	0.135661837	7.979754817
2	0.005767972	0.339511538		0.141429809	8.310266385
3	0.004555934	0.268185791		0.146985743	8.578452146
4	-0.003394286	-0.199649161		0.142591457	8.378802985
5	0.009695913	0.568811816		0.15226737	8.947614803
6	0.011031833	0.64924666		0.163319202	9.598851463
7	-0.020656817	-1.21595617		0.142662385	8.380905292
8	-0.010962826	-0.64492863		0.131699559	7.735976662
9	0.029498847	1.735478377	*	0.161198406	9.471455039
10	-0.011121288	-0.634310128		0.130077118	8.817144911
11	0.012886825	0.75842672		0.162963943	9.575571631
12	-0.015460818	-0.910139173		0.147503125	8.665432457
13	-0.009753866	-0.044295546		0.146749258	8.621136911
14	0.003115974	0.183247649		0.149865232	8.80438456
15	-0.000342891	-0.020142215		0.149522341	8.784242345

Keterangan : Karena  $N=30$  maka digunakan z-test  
\* Signifikan pada  $\alpha=10\%$ , critical value  $z=1.645$   
\*\* Signifikan pada  $\alpha=5\%$ , critical value  $z=1.960$   
\*\*\* Signifikan pada  $\alpha=1\%$ , critical value  $z=2.575$

Sumber : Hasil pengolahan

Pada  $t=-3$  pada *event window* penelitian ini terlihat peningkatan AR yang signifikan, hal ini disebabkan oleh munculnya berita bahwa Maybank akan meningkatkan kepemilikannya di MCB Bank Pakistan sebesar 5% dan berita tersebut mendapatkan sentimen positif dari para investor Maybank. Sebelumnya Maybank telah membeli 15% kepemilikan pada MCB Bank pada bulan Mei 2008 dengan nilai transaksi sebesar US\$ 680 juta (Aziz, *Maybank set to buy MCB stake as early as Aug-sources*, 2008).

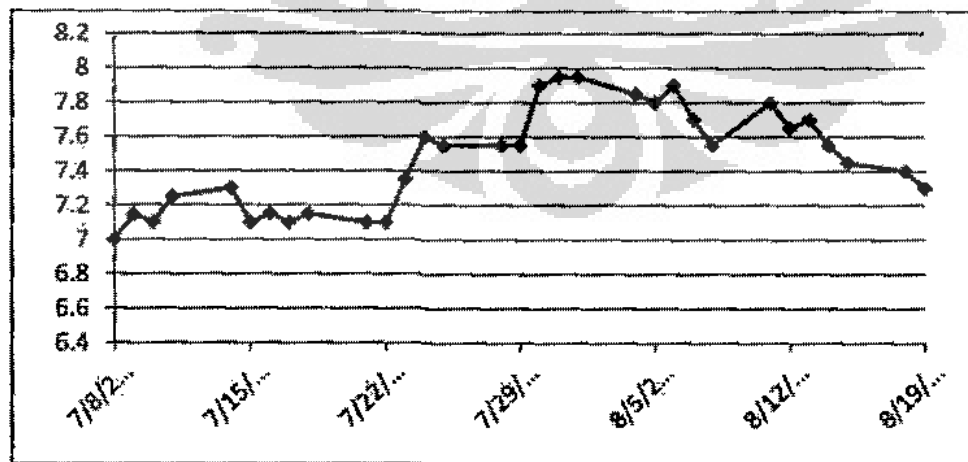
Pada hari diumumkannya pencabutan izin akuisisi atau  $t=0$  pada *event window* tidak terdapat reaksi yang signifikan pada AR maupun CAR Maybank. Pada Gambar 4.14 dapat dilihat bahwa harga saham Maybank pada tanggal 29 Juli 2008 ( $t=0$ ) ditutup pada *level* harga Rp 7,55 atau sama dengan harga penutupan hari sebelumnya. Reaksi investor akan pencabutan izin tersebut terlihat pada  $t=1$  dimana terdapat reaksi positif yang signifikan pada AR dan CAR Maybank. Harga saham Maybank pada  $t=1$  ditutup pada harga Rp 7,9 atau naik sebesar 4,63%.



Gambar 4.13 CAR dan AR Maybank Event 2

Sumber : Hasil pengolahan

Kenaikan CAR pada tanggal-tanggal sekitar *event* terlihat seperti kebalikan dari hasil CAR *event* pengumuman akuisisi dimana pada *event* sebelumnya CAR cenderung turun sedangkan CAR pada *event* pencabutan izin akuisisi CAR memperlihatkan tren naik. Ada kemungkinan hal tersebut dikarenakan sentiment positif dari para pemegang saham Maybank yang merasa bahwa nilai akuisisi BII oleh Maybank terlalu tinggi dan dapat menyebabkan kerugian dikemudian hari.



Gambar 4.14 Harga Saham Maybank event 2

Sumber : Hasil pengolahan

Dalam riset mengenai Maybank yang dirilis oleh Merrill Lynch pada 30 Juli 2008 disebutkan jika akuisisi BII batal, Maybank akan kehilangan deposit sebesar Rp 480 juta, setara 15% dari estimasi laba bersih Maybank tahun depan, yang disetorkan kepada penjual terkait dengan transaksi tersebut. Menurut mereka hal tersebut merupakan biaya murah yang harus dibayar dibandingkan dengan kemungkinan rugi yang dialami Maybank karena masuk pasar ketika menjual 20% saham di BII. Riset tersebut juga menyatakan pembatalan akuisisi BII bisa menurunkan risiko pencarian utang. Bahkan, Maybank akan mempunyai modal yang cukup untuk mengembalikan potensi pembagian dividen (Jatmiko, Pravita, & Wijaya, 2008).

Pencabutan izin akuisisi oleh Bank Negara Malaysia dikarenakan Peraturan Bapepam-LK No. IX.H.1 tentang Pengambilalihan Perusahaan Terbuka yang mewajibkan perusahaan yang memiliki kepemilikan lebih dari 80% untuk melepas kembali 20% saham ke publik dalam jangka waktu 2 tahun dianggap merugikan pihak Maybank. Maybank akan mengakuisisi saham BII dengan *level* harga Rp 510 per lembar saham atau 4,6 kali PBV BII. Berdasarkan riset mengenai BII yang dirilis Danareksa Sekuritas disebutkan PBV BII pada 2010 hanya tiga kali, sedangkan CLSA memprediksi PBV BII pada 2010 hanya 3,2 kali (Haikal & Wijaya, 2008). Berdasarkan prediksi tersebut pihak Maybank akan mendapatkan kesulitan untuk menjual kembali saham BII di pasaran dengan *level* harga Rp 510.

Peraturan Bapepam-LK No. IX.H.1 tentang Pengambilalihan Perusahaan Terbuka sebelumnya dianggap membuat perdagangan saham emiten menjadi semakin tidak liquid oleh ketua Bapepam-LK Ahmad Fuad Rahmany. Aturan yang semula dimaksudkan untuk memberikan keadilan bagi pemegang saham lainnya, justru mendatangkan masalah baru, dimana emiten mendapatkan ruang untuk *go private* (menjadi perusahaan tertutup) (*Supaya Go Public Tidak Go Private*, 2008). Masih dalam artikel yang sama, Kepala Biro Hukum dan Perundang-undangan Bapepam-LK Robinson Simbolon, menjelaskan bahwa revisi Peraturan Bapepam-LK No. IX.H.1 tentang Pengambilalihan Perusahaan Terbuka dilakukan guna memberi kesempatan kepada investor pasar modal untuk

tetap memiliki saham perusahaan terbuka meskipun telah terjadi pengambilalihan saham mayoritas dalam perusahaan tersebut.

#### 4.3 Event ketiga, pemberian kembali izin akuisisi BII

Setelah sebelumnya Bank Negara Malaysia mencabut izin akuisisi BII oleh Maybank, pada tanggal 16 September 2008 Bank Negara Malaysia kembali memberikan izin kepada Maybank untuk melanjutkan akuisisi tersebut. Izin tersebut diberikan kembali setelah pihak Bapepam memberikan penjelasan kepada Bank Negara Malaysia perihal pasal 21 Peraturan Bapepam-LK No. IX.H.1 tentang Pengambilalihan Perusahaan yang memungkinkan perpanjangan jangka waktu pemenuhan kewajiban pengendali baru untuk melepas kembali 20% saham mereka.

##### 4.3.1 Event Study Pada Maybank

Prosedur penelitian yang dilakukan pada *event* terakhir ini sama dengan prosedur penelitian *event-event* sebelumnya, yaitu melakukan uji stationeritas *return* saham BII sebelum membentuk model *expected return*. Pada Gambar 4.15 dapat dilihat bahwa *return* saham BII pada periode estimasi *event* kedua tidak mengalami masalah stationeritas. Hal tersebut ditunjukkan dengan nilai absolut ADF sebesar 14.59037 yang lebih besar dari *critical value*.

Null Hypothesis: RETURN has a unit root		t-Statistic	Prob.*
Exogenous: Constant			
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=14)			
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-15.93578	0
Test critical values:	1% level	-3.45763	
	5% level	-2.87344	
	10% level	-2.573127	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.			
Augmented Dickey-Fuller Test Equation			
Dependent Variable: D(RETURN)			
Method: Least Squares			

Gambar 4.15 Uji ADF Maybank Event 3

Sumber : Hasil pengolahan

Setelah dilakukan regresi antara *return* saham Maybank dan *return* KLCI pada periode estimasi maka didapatkan permodelan untuk *expected return* sebagai berikut :

$$E(r) = -0.0017 + 0.83256 R_m \quad (4.5)$$

Dengan model *expected return* tersebut kemudian dilakukan penghitungan AR dan CAR untuk saham BII pada *event* kedua ini. Hasil perhitungan AR, CAR dan uji signifikansi dengan z-test dapat dilihat pada Tabel 4.5.

Pada Tabel 4.5 dibawah dapat dilihat bahwa terdapat satu reaksi positif dan lima reaksi negatif pada *event window* penelitian *event* ketiga ini. Reaksi positif terlihat pada  $t=-11$  dengan  $\alpha=5\%$ , sedangkan reaksi negatif terlihat pada  $t=0$  dengan  $\alpha=5\%$ ,  $t=1$  dengan  $\alpha=1\%$ ,  $t=10$  dengan  $\alpha=5\%$ ,  $t=13$  dengan  $\alpha=1\%$  dan  $t=15$  dengan  $\alpha=1\%$ .

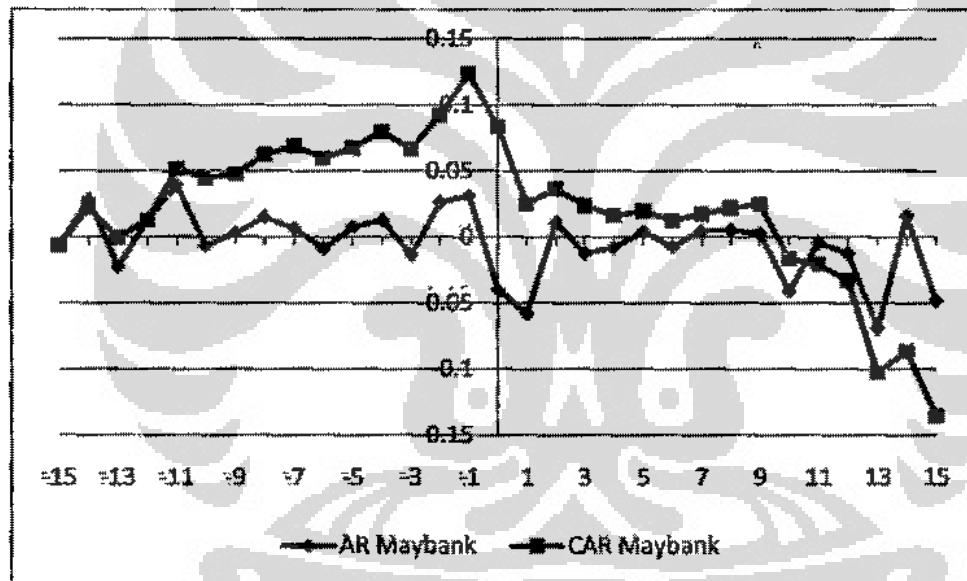
Table 4.5 Event Study Maybank 3

Event Day	AR	SAR	Significant Level	CAR	SCAR
-15	-0.006434301	-0.335622515		-0.0064343	-0.33562231
-14	0.028459882	1.567707759		0.022005582	1.212085245
-13	-0.022750315	-1.254044161		-0.00074473	-0.04195892
-12	0.013207182	0.72793473		0.012462448	0.685975814
-11	0.039146667	2.131640627	**	0.031609115	2.817616441
-10	-0.007187729	-0.395419171		0.044421386	2.42219727
-9	0.002932968	0.161679476		0.047354353	2.583876746
-8	0.014932289	0.823148014		0.062286642	3.40702476
-7	0.006430701	0.353629472		0.068717344	3.760654232
-6	-0.008943621	-0.492782119		0.059773723	3.267872112
-5	0.007410513	0.408269466		0.067184236	3.676141578
-4	0.012751356	0.70267641		0.079935594	4.378817989
-3	-0.013612424	-0.746026369		0.06632317	3.63279162
-2	0.025999314	1.432962554		0.092922485	5.065754173
-1	0.031068724	1.709421179		0.123391209	6.775175352
0	-0.040081512	-2.198746521	**	0.083309698	4.576428831
1	-0.058153738	-3.202155565	***	0.025153593	1.374273267
2	0.011104628	0.611100679		0.036260587	1.985373945
3	-0.012386213	-0.670536049		0.023874375	1.314837896
4	-0.007813213	-0.43062818		0.016061162	0.884209717
5	0.003674744	0.20256279		0.019735906	1.086772507
6	-0.007295366	-0.40212394		0.01244034	0.684648566
7	0.004662843	0.25700829		0.017103183	0.941656857
8	0.00512028	0.282206519		0.022223463	1.223863375
9	0.002360623	0.130130409		0.024584086	1.353993784
10	-0.040929327	-2.25624338	**	-0.01634524	-0.9022496
11	-0.004257689	-0.234701585		-0.02060294	-1.13695118
12	0.012571437	0.689300989		0.03317438	1.82625215
13	-0.069492057	-3.830721233	***	-0.10266643	-5.65697398
14	0.015800265	0.861923364		-0.08686617	-4.79504982
15	-0.04846665	-2.671726955	***	-0.13533282	-7.46677677

Keterangan : Karena N=270 maka digunakan z-test  
 \* Signifikan pada  $\alpha=10\%$ , critical value  $z=1.645$   
 \*\* Signifikan pada  $\alpha=5\%$ , critical value  $z=1.960$   
 \*\*\* Signifikan pada  $\alpha=1\%$ , critical value  $z=2.575$

Sumber : Hasil pengolahan

Pada Gambar 4.16 terlihat bahwa pada  $t=0$  CAR Maybank mengalami penurunan sebesar 38,36%, sedangkan harga saham Maybank mengalami penurunan sebesar 5,73%. Penurunan tersebut terkait dengan diberikannya kembali izin Maybank untuk mengakuisisi BII oleh Bank Negara Malaysia. Pembatalan akuisisi tersebut akan menjadi berita positif bagi sebagian besar investor Maybank dan oleh karena itu berita pemberian izin kembali ini menjadi berita negatif bagi sebagian besar investor Maybank yang direpresentasikan dengan turunnya harga saham Maybank (*UPDATE 1-Indonesia says no exemption for Maybank in BII bid, 2008*). Penurunan tersebut berlanjut hingga  $t=1$  dengan nilai CAR sebesar 0.02515596 dan saham Maybank ditutup pada level harga Rm 6,9.



Gambar 4.16 CAR dan AR Maybank Event 3

Sumber : Hasil pengolahan

Pada grafik CAR diatas dapat terlihat adanya tren menanjak pada saham Maybank sebelum munculnya pengumuman resmi tentang pemberian kembali izin akuisisi kepada Maybank. Titik tertinggi CAR terlihat pada  $t=-1$  atau tepatnya tanggal 15 September 2008 dengan nilai CAR 0,123391209. Namun pada  $t=0$  CAR Maybank mengalami penurunan sebesar 32,48% dari nilai CAR 0,123391209 menjadi -0.04008 dan terus menurun ke nilai -0.05815 pada  $t=1$ .

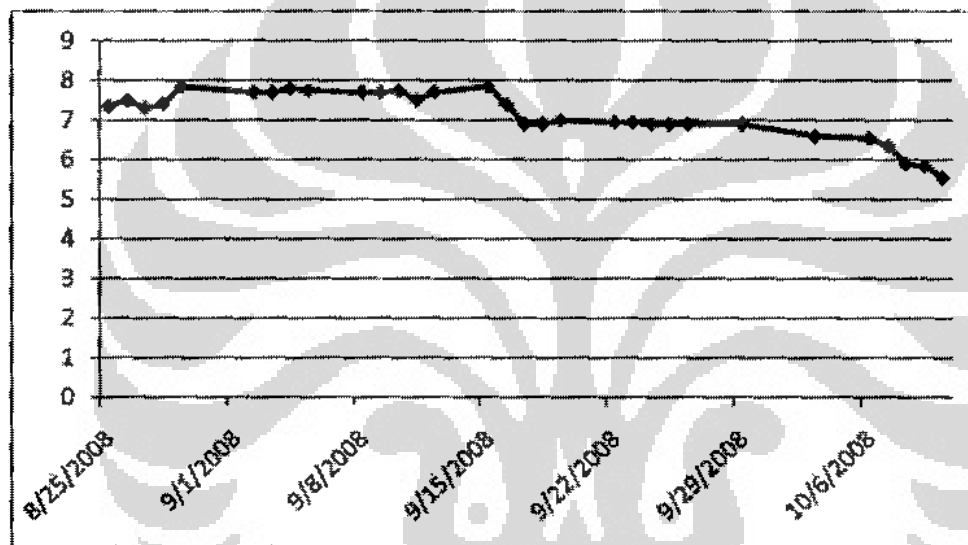


saham BII sebesar Rp 433 per lembar tersebut merupakan 4 kali dari PBV, dan nilai tersebut masih dianggap terlalu mahal untuk akuisisi perbankan di Indonesia (Chance, 2008).

Setelah  $t=11$  pada *event window* penelitian, CAR mulai menunjukkan nilai negatif dimana pada tanggal-tanggal tersebut harga saham Maybank mulai menunjukkan tren menurun yang cukup tajam. Penurunan harga saham tersebut merupakan reaksi dari ketakutan investor akan krisis ekonomi Amerika yang mulai mempengaruhi sektor riil pasar Malaysia (Chance, 2008). Walaupun sektor perbankan Malaysia secara umum tidak terpengaruhi oleh krisis tersebut tetapi investor mempunyai sentiment yang negatif mengenai berita tersebut (Aziz, 2008).



Peningkatan CAR pada  $t=1$  disebabkan karena naiknya harga saham Maybank ke *level* harga Rp 7,95 namun nilai AR pada hari tersebut tidak terlihat signifikan, kenaikan harga saham Maybank ada kemungkinan disebabkan sentiment positif para investor perihal penolakan Bapepam-LK terhadap permintaan Maybank untuk diberi pengecualian pada pelepasan kembali 20% saham ke publik dalam Peraturan Bapepam-LK No. IX.H.1. Seperti telah disebutkan sebelumnya bahwa pembatalan akuisisi akan menjadi berita positif bagi sebagian besar investor Maybank karena mereka menganggap bahwa nilai akuisisi Maybank terhadap BII terlalu tinggi.



Gambar 4.17 Harga Saham Maybank Event 3

Sumber : Hasil pengolahan

Tanggal 3 Oktober 2008 ( $t=10$ ) pada penelitian ini terlihat penurunan CAR yang cukup tajam ke nilai -2,25624 dari nilai CAR 0.02458. Hal tersebut merupakan reaksi dari para investor mengenai selesainya akuisisi 55,6% saham BII dari konsorsium Sorak yang beranggotakan Fullerton Financial Holdings Pte. Ltd dan Kookmin Bank. Transaksi tersebut terjadi dengan nilai akuisisi sebesar US\$ 1,24 milyar atau dengan harga Rp 433 per lembar saham BII (Gustia, 2008). Walaupun nilai transaksi tersebut telah menurun dari perjanjian pada tanggal 26 Maret 2008 sebesar Rp 510, tetapi nilai tersebut masih terlalu tinggi jika dibandingkan dengan rata-rata nilai transaksi perbankan di Indonesia. Harga

## BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN

### 5.1 Kesimpulan

Berdasarkan analisis sebelumnya, maka dapat diambil kesimpulan sebagai berikut :

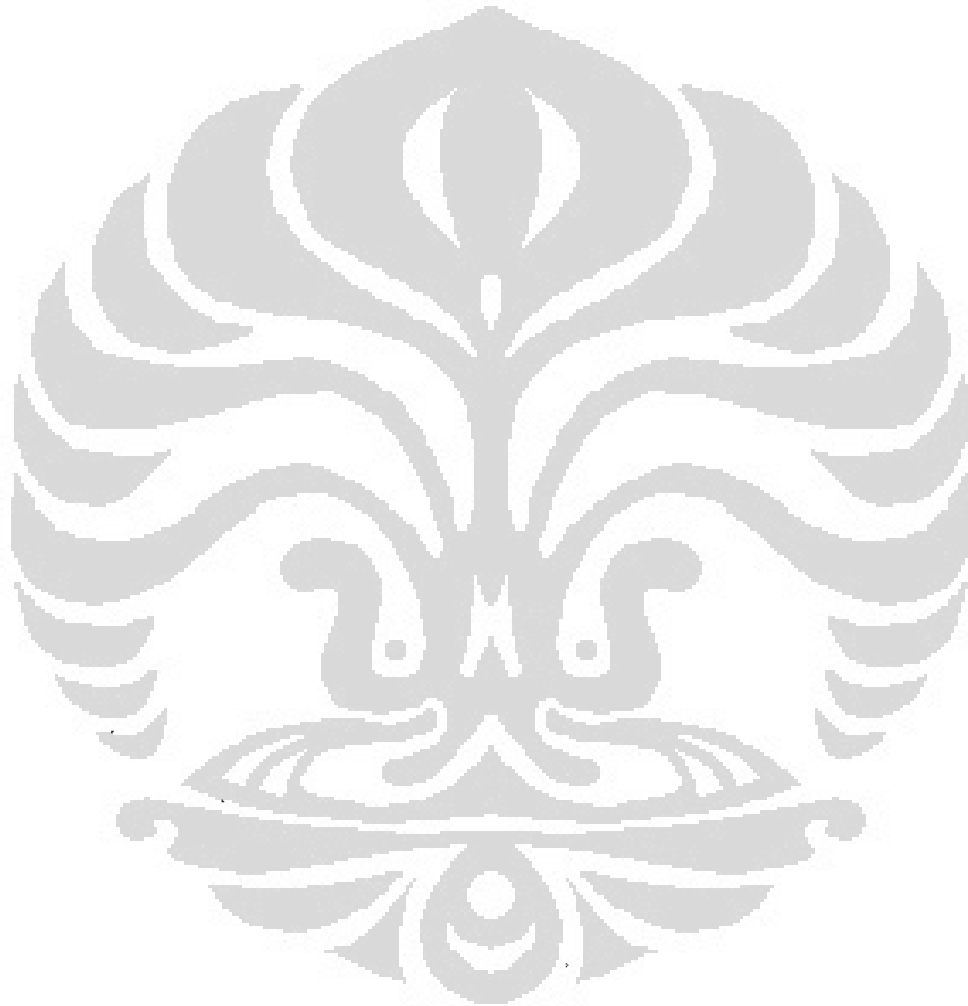
1. Pengumuman akuisisi BII oleh Maybank mendapatkan respon yang berbeda dari investor BII dan investor Maybank. Berdasarkan grafik *abnormal return* dan *cumulative abnormal return*, pengumuman akuisisi mendapatkan respon yang positif dari investor BII dan respon yang negatif dari investor Maybank.
2. Pada *event window* pengumuman akuisisi terdapat menunjukkan reaksi *abnormal return* sebagai berikut :
  - a) Pada BII investor menunjukkan respon yang positif berupa *abnormal return* yang signifikan pada  $t=-1$  dan  $t=0$ , sehingga pernyataan  $H_0$  ditolak. *Event* pengumuman akuisisi mempengaruhi secara signifikan perilaku dari *return* saham BII. *Abnormal return* yang positif pada  $t=-1$  pada *event window* dapat mengindikasikan adanya kebocoran informasi atau *insider trading*.
  - b) Pada Maybank investor menunjukkan respon yang negatif berupa *abnormal return* yang signifikan pada  $t=1$ , sehingga pernyataan  $H_0$  ditolak. *Event* pengumuman akuisisi mempengaruhi secara signifikan perilaku dari *return* saham Maybank.
3. Pada *event* pengumuman pencabutan izin akuisisi BII oleh Bank Negara Malaysia tidak terdapat respon yang signifikan dari investor BII karena Bapepam-LK segera memberlakukan *suspend* pada perdagangan saham BII, namun pada Maybank terlihat respon yang positif.
4. Pada *event window* pengumuman pencabutan izin akuisisi BII oleh Bank Negara Malaysia menunjukkan reaksi *abnormal return* sebagai berikut :
  - a) Pada BII tidak terdapat respon yang signifikan atau dengan kata lain tidak terdapat *abnormal return* pada pengumuman pencabutan izin akuisisi, sehingga pernyataan  $H_0$  diterima. *Event* pencabutan

- izin akuisisi tidak mempengaruhi secara signifikan perilaku dari *return* saham BII.
- b) Pada Maybank terdapat respon yang positif berupa *abnormal return* yang signifikan pada  $t=1$ , sehingga pernyataan  $H_0$  ditolak. *Event* pengumuman pencabutan izin akuisisi mempengaruhi secara signifikan perilaku dari *return* saham Maybank.
5. Pada *event* pemberian kembali izin akuisisi oleh Bank Negara Malaysia mendapatkan respon yang berbeda dari investor BII dan Maybank. Berdasarkan grafik *abnormal return* dan *cumulative abnormal return*, investor BII menunjukkan respon yang positif sedangkan pada Maybank menunjukkan respon yang negatif.
6. Pada *event window* pemberian kembali izin akuisisi oleh Bank Negara Malaysia menunjukkan *reaksi abnormal return* sebagai berikut :
- a) Pada BII terdapat respon yang positif berupa *abnormal return* yang signifikan pada  $t=1$  atau pada hari pertama saham BII keluar dari masa *suspend*, sehingga pernyataan  $H_0$  ditolak. *Event* pemberian kembali izin akuisisi mempengaruhi secara signifikan perilaku dari *return* saham BII.
- b) Pada Maybank terdapat respon yang negatif berupa *abnormal return* yang signifikan pada  $t=0$  dan  $t=1$ , sehingga pernyataan  $H_0$  ditolak. *Event* pemberian kembali izin akuisisi mempengaruhi secara signifikan perilaku dari *return* saham Maybank.

## 5.2 Saran

1. Penelitian ini menggunakan *event window* 15 hari, yakni 7 hari sebelum *event* dan 7 hari sesudahnya. Aksi akuisisi itu sendiri merupakan aksi korporasi yang memiliki jangka panjang, oleh karena itu disarankan bagi peneliti selanjutnya untuk memperpanjang *event window* yang digunakan agar dapat melihat lebih jelas efek dari tindakan akuisisi tersebut bagi kedua belah pihak.
2. Pada pembentukan model *expected return* menggunakan *Single Index Market Model* untuk penelitian selanjutnya disarankan untuk dilakukan

dengan lebih hati-hati untuk menghindari adanya faktor-faktor lain diluar indeks harga saham yang dapat mempengaruhi estimasi *expected return* atau dapat dengan menggunakan *Multifactor Market Model*.



## Daftar Pustaka

- Arifin, Z. (2007). *Teori Keuangan dan Pasar Modal*. Yogyakarta: Ekonisia  
Kampus Fakultas Ekonomi UII.
- Asworo, H. (2008, 8 1). *BI diminta tegas tangani kasus Maybank*.  
<http://web.bisnis.com/keuangan/perbankan/1id71596.html>
- Aziz, F. (2008, 10 5). *Malaysian stocks seen lower, planters may see pressure*.  
<http://www.reuters.com/article/rbssFishingFarming/idUSKLR38067120081006>
- Aziz, F. (2008, 7 24). *Maybank set to buy MCB stake as early as Aug-sources*.  
<http://www.reuters.com/article/rbssBanks/idUSKLR25029320080724>
- Bank International Indonesia. (2008). *Laporan keuangan 2007*.
- Bapepam. (2002). *PERATURAN NOMOR IX.F.1 : PENAWARAN TENDER*.
- Bapepam. (1997). *PERATURAN NOMOR IX.G.1 : PENGGABUNGAN USAHA  
ATAU PELEBURAN USAHA PERUSAHAAN PUBLIK ATAU EMITEN*.
- Bapepam. (2002). *PERATURAN NOMOR IX.H.1: PENGAMBILALIHAN  
PERUSAHAAN TERBUKA*.
- Bapepam. (2008). *PERATURAN NOMOR IX.H.1: PENGAMBILALIHAN  
PERUSAHAAN TERBUKA*.
- Baye, M. R. (2006). *Managerial Economics and Business Strategy*. New York:  
McGraw-Hill.
- BEI "Suspend" Saham BII. (2008, 7 31).  
<http://www.kompas.com/read/xml/2008/07/31/09542744/bei.suspend.saham.bii>
- Bodie, Kane, & Marcus. (2008). *Investments*. New York: McGraw-Hill.
- Cahyono, L. L. (2006). *Pengaruh Tindakan Merger Dan Akuisisi Terhadap  
Abnormal Return Saham Perusahaan Pengakuisisi*. Jakarta: Magister  
Management Universitas Indonesia.
- Chaerul. (2008, 9 26). *Akuisisi Diundur, Saham BNII Terpuruk*.  
[http://vibiznews.com/1new/search\\_result.php?id=2417&kategori=stocks&key=maybank](http://vibiznews.com/1new/search_result.php?id=2417&kategori=stocks&key=maybank)

- Chaerul. (2008, 03 12). *MayBank Juga Tertarik Beli BNII*.  
[http://vibiznews.com/1new/search\\_result.php?id=991&kategori=stocks&key=maybank](http://vibiznews.com/1new/search_result.php?id=991&kategori=stocks&key=maybank)
- Chaerul. (2008, 9 19). *Saham BNII Anjlok 10,87% Pasca Dibuka Kembali*.  
[http://vibiznews.com/1new/search\\_result.php?id=2345&kategori=stocks&key=maybank](http://vibiznews.com/1new/search_result.php?id=2345&kategori=stocks&key=maybank)
- Chaerul. (2008, 3 26). *Saham BNII Naik Pesat Menyusul Akuisisi Oleh MayBank*.  
[http://vibiznews.com/1new/search\\_result.php?id=1078&kategori=stocks&key=maybank](http://vibiznews.com/1new/search_result.php?id=1078&kategori=stocks&key=maybank)
- Chance, D. (2008, 10 2). *Malaysia stocks to open weaker, plantations lower*.  
<http://www.forbes.com/afxnewslimited/feeds/afx/2008/10/02/afx5504105.html>
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation*. New York: John Wiley & Sons.
- Elton, E., & Gruber, M. (1996). *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. Singapore: John Wiley & Sons.
- Fama, E. F. (1998). *Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance*.  
*Journal of Financial Economics* 49.
- Gatsiounis, I. (2008, 07 03). *Maybank Makes Its Move*.  
<http://www.forbes.com/global/2008/0721/054.html>
- Gustia, I. (2008, 10 6). *Suspensi Dicabut, Saham BII Melonjak*.  
<http://www.detikfinance.com/read/2008/10/06/093324/1015812/6/suspensi-dicabut-saham-bii-melonjak>
- Haikal, M. M., & Wijaya, W. (2008, 8 7). *Inkonsistensi Malaysia dan melunaknya Bapepam*. <http://web.bisnis.com/artikel/2id1412.html>
- Henderson, Glenn V. (1990). *Problems and Solutions in Conducting Event Studies*. American Risk and Insurance Association
- IHSG Hanya Naik 3 Poin*. (2008, 7 16).  
<http://www.kompas.com/read/xml/2008/07/16/16231921/ihsghanya.naik.3.poin>
- Jatmiko, B., Pravita, S., & Wijaya, W. (2008, 8 4). *Maybank & BNM 'main mata' soal BII*. <http://web.bisnis.com/edisi-cetak/edisi-harian/1id71660.html>
- Jogiyanto. (2003). *Teori Portfolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE-YOGYAKARTA.

- KL says up to Maybank to resolve BII issue.* (2008, 8 2).  
<http://themalaysianinsider.com/index.php/headlines/42-lead-stories/2483-kl-says-up-to-maybank-to-resolve-bii-issue>
- MacKinlay, C. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature* Vol. XXXV .
- Malaysian shares end morning lower; builders fall on political fears - UPDATE.* (2008, 4 3).  
<http://www.forbes.com/markets/feeds/afx/2008/04/03/afx4848165.html>
- Maybank Diizinkan Akuisisi BII.* (2008, 9 17).  
<http://www.kompas.com/read/xml/2008/09/17/11360057/maybank.diizinkan.akuisisi.bii>
- Maybank Kaji Ulang Akuisisi BII.* (2008, 9 27).  
<http://cetak.kompas.com/read/xml/2008/09/27/00485815/maybank.kaji.ulang.akuisisi.bii>
- Nachrowi, N. D., & Usman, H. (2006). *Ekonometrika Untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan.* Jakarta: Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Perbanas: Kasus BII Kacau Industri Bank Indonesia.* (2008, 8 5).  
<http://kompas.co.id/read/xml/2008/08/05/16323433/perbanas.kasus.bii.kacauan.industri.bank.indonesia>
- Pirantya, P. (2008). *Efektivitas Pelaksanaan Kebijakan Secondary Offering Paralel Dengan Rights Issue Dalam Rangka Pendanaan PT BNI Tbk* Jakarta: Magister Management Universitas Indonesia.
- Pravita, S., & Runga, A. (2008, 9 17). *Maybank bisa tunda divestasi 20% saham BII.* <http://web.bisnis.com/edisi-cetak/edisi-harian/bursa/1id79814.html>
- Ross, W. J. (2008). *Modern Financial Management.* New York : McGraw-Hill.
- Salahuddin, A. (2008). *Studi Pengaruh Kenaikan Harga Bahan Bakar Minyak Tahun 2005 Terhadap Saham-saham LQ-45 Di Bursa Efek Indonesia.* Jakarta: Magister Management Universitas Indonesia.
- Santoso, C. S. (2008, 10 6). *BEI Cabut Suspensi BII.*  
<http://economy.okezone.com/index.php/ReadStory/2008/10/06/21/151072/bei-cabut-suspensi-bii/bei-cabut-suspensi-bii>



- Sikap plinplan pakeik*. (2008, 8 1). <http://web.bisnis.com/edisi-cetak/edisi-harian/tajuk/lid71406.html>
- Supaya Go Public Tidak Go Private*. (2008, 7 2).  
<http://www.hukumonline.com/detail.asp?id=19613&cl=Berita>
- UPDATE 1-Indonesia says no exemption for Maybank in BII bid*. (2008, 9 15).  
<http://www.reuters.com/article/rbssBanks/idUSKLR29021220080915>
- Weston, J. F., Mitchell, M. L., & Mulherin, J. H. (2004). *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance*. Prentice Hall.
- Widyawirasari, A. (2001). *Pengaruh Pengumuman Akuisisi Terhadap Return Saham Perusahaan Pengakuisisi*. Jakarta: Magister Management Universitas Indonesia.



## Lampiran 1 Hasil Pemodelan

### Lampiran 1.1 Uji Stasioner Return BII Event 1

Null Hypothesis: RETURN has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=14)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-14.93508	0
Test critical values:	1% level	-3.43763	
	5% level	-2.87344	
	10% level	-2.573187	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: DCRUSTRURN  
 Method: Least Squares  
 Date: 10/29/08 Time: 22:43  
 Sample (adjusted): 3/13/2007 2/06/2008  
 Included observations: 239 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RETURN(-1)	-0.971171	0.065026	-14.93508	0
C	0.002242	0.002941	1.118328	0.2646
R-squared	0.484846	Mean dependent var		8.35E-04
Adjusted R-squared	0.482572	S.E. dependent var		0.043721
S.E. of regression	0.031468	Akaike info criterion		-4.07155
Sum of squared resid	0.234588	Schwarz criterion		-4.042258
Log likelihood	488.5203	F-statistic		223.0506
Durbin-Watson stat	1.926825	Prob(F-statistic)		0

### Lampiran 1.2 Hasil Regresi Periode Estimasi Event 1BII

#### SUMMARY OUTPUT

Regression Statistics	
Multiple R	0.6926524
R Square	0.4798181
Adjusted R Square	0.4652946
Standard Error	0.05199543
Observations	240

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	1	0.07269635	0.07269635	106.640338	6.75495E-21
Residual	238	0.16234349	0.000682136		
Total	239	0.23503984			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95.0%	Upper 95.0%
Intercept	0.0053866	0.0069825	0.7702814	0.4414832	-0.0077948	0.0185081	-0.0077948	0.0185081
X Variable 1	1.0187624	0.0170407	59.846570	6.75495E-21	0.9846632	1.0528616	0.9846632	1.0528616

Lampiran 1.3 Event Study BII Event 1

Hari Ke-	Harga Saham BII	Return BII	Harga IHSG	Return IHSG	BR	AR	CAR
-15	335	-0.014705882	2652.31	-0.025581019	-0.024889929	0.010184047	0.010184047
-14	340	0.014925373	2624.75	-0.006620644	-0.005771814	0.020697187	0.030881234
-13	350	0.029411765	2639.65	0.001859759	0.002779142	0.026632623	0.057513857
-12	360	0.028571429	2656.46	0.006368269	0.00732516	0.021246269	0.078760126
-11	360	0	2656.46	0	0.00090391	-0.00090391	0.077656216
-10	360	0	2527.87	-0.048406526	-0.047905332	0.047905332	0.125761548
-9	370	0.027777778	2523.53	-0.00171686	-0.000827233	0.028609011	0.154366559
-8	385	0.040540541	2556.24	0.012962002	0.013973749	0.026566791	0.18093335
-7	375	-0.025974076	2440.59	-0.045242231	-0.044714712	0.018740686	0.199674036
-6	375	0	2383.42	-0.023424664	-0.022715634	0.022715634	0.22239967
-5	375	0	2312.52	-0.029631083	-0.029175351	0.029175351	0.251565022
-4	360	-0.04	2330.79	0.011879844	0.012882588	-0.052882588	0.198682433
-3	375	0.041666667	2323.57	-0.006932246	-0.006086008	0.047752875	0.246435108
-2	375	0	2339.29	0.006765451	0.007725647	-0.007725647	0.238709462
-1	415	0.106666667	2419.62	0.034339479	0.035529076	0.071137591	0.309847052
0	465	0.120481928	2440.64	0.088687115	0.089663499	0.11081843	0.42066655
1	470	0.010752688	2451.35	0.004388193	0.005328611	0.005424077	0.426089558
2	465	-0.010638298	2477.59	0.010704306	0.01169727	-0.022335568	0.40375390
3	465	0	2447.3	-0.01222559	-0.01142339	0.01142339	0.41517738
4	460	-0.010752688	2393.25	-0.022085564	-0.021365393	0.010612705	0.425790386
5	460	0	2342.19	-0.021335005	-0.02060859	0.02060859	0.440398676
6	455	-0.010869565	2337.97	-0.044496817	-0.043963097	0.033093531	0.479492207
7	455	0	2277.08	0.017475659	0.018524957	-0.018524957	0.46096725
8	450	-0.010989011	2286.8	0.004268625	0.005208048	-0.016197059	0.444770191
9	455	0.011111111	2249.77	-0.016192938	-0.01542374	0.026534891	0.471305041
10	455	0	2180.09	-0.030972055	-0.030325816	0.030325816	0.501630857
11	455	0	2235.93	0.025613621	0.026730624	-0.026730624	0.474900233
12	458	0	2303.93	0.030412401	0.031569327	-0.031569327	0.443330907
13	455	0	2272.48	-0.013650588	-0.012860244	0.012860244	0.45619115
14	455	0	2294.26	0.009584243	0.010567889	-0.010567889	0.445623261
15	455	0	2337.92	0.019030101	0.020092332	-0.020092332	0.425530929

Lampiran 1.4 Uji Stasioner Return BII Event 2

Null Hypothesis: RETURN has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=14)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-14.65705	0
Test critical values:		
1% level	-3.45763	
5% level	-2.87344	
10% level	-2.575187	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(RETURN)  
 Method: Least Squares  
 Date: 12/29/08 Time: 22:50  
 Sample(adjusted): 7/19/2007 6/17/2008  
 Included observations: 239 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RETURN(-1)	-0.950931	0.064879	-14.68925	0
C	0.003751	0.002211	1.696431	0.0911
R-squared	0.475465	Mean dependent var		-3.958-19
Adjusted R-squared	0.473252	S.E. dependent var		0.946779
S.E. of regression	0.033991	Adjusted R-squared		-3.919484
Sum squared resid	0.273177	Schwarz criterion		-3.890392
Log likelihood	470.3783	F-statistic		214.829
Durbin-Watson stat	1.957389	Prob(F-statistic)		0

Lampiran 1.5 Event Study BII Event 2

Hari Ke-	Harga Saham BII	Return BII	Harga IHSG	Return IHSG	ER	AR	CAR
-15	480	0	2278.97	-0.010786433	-0.004919605	0.004919605	0.004919605
-14	480	0	2286.03	0.003097891	0.007039778	-0.007039778	-0.007039778
-13	480	0	2276.23	-0.004286908	0.000678818	-0.000678818	-0.00771186
-12	480	0	2276.85	0.00027238	0.004606	-0.004606	-0.0123246
-11	480	0	2259.54	-0.007602609	-0.00217719	0.00217719	-0.01014741
-10	480	0	2214.85	-0.019778362	-0.013664881	0.012664881	0.002517475
-9	480	0	2218.12	0.001476398	0.005643091	-0.005643091	-0.00312562
-8	470	-0.020833333	2167.71	-0.022726453	-0.015204245	-0.009629088	-0.00875471
-7	475	0.010638298	2141.14	-0.012257175	-0.006186441	0.016824739	0.008070034
-6	470	-0.010526316	2195.07	0.025187517	0.02606687	-0.036593186	-0.02852315
-5	465	-0.010638298	2212.75	0.008054413	0.011309122	-0.02194742	-0.05047057
-4	480	0.032258065	2225.84	0.005915716	0.009466936	0.022791128	-0.02767944
-3	480	0	2257.05	0.014021673	0.016449073	-0.016449073	-0.04412852
-2	475	-0.010416667	2245.34	-0.005188188	-9.75078E-05	-0.010319159	-0.05444768
-1	475	0	2275.68	0.01351243	0.016010432	-0.016010432	-0.07045811
0	460	-0.03157895	2278.68	0.001318287	0.005506901	-0.0370858	-0.107544
1	410	-0.108695652	1787.67	-0.215480015	-0.181234202	0.07253855	-0.03500541
2	440	0.073170732	1891.73	0.058209649	0.054510943	0.018659789	-0.01634562
3	420	-0.045454545	1897.34	0.002965539	0.006925776	-0.052380322	-0.06872594
4	410	-0.023809524	1873.1	-0.012775781	-0.006633147	-0.017176377	-0.08390232
5	450	0.097560976	1883.55	0.005578987	0.009176892	0.028384084	0.002481767
6	470	0.044444444	1870.06	-0.007162008	-0.001797675	0.046242119	0.048723886
7	310	-0.340425532	1846.09	-0.012817771	-0.006669315	-0.333758217	-0.28503233
8	310	0	1832.51	-0.007356088	-0.001964847	0.001964847	-0.28306748
9	435	0.403225806	1648.74	-0.100283218	-0.082008439	0.485234246	0.202156762
10	425	-0.022983506	1619.72	-0.01760132	-0.010789667	-0.012198839	0.189667923
11	460	0.082352941	1451.67	-0.1037525	-0.08496736	0.167349677	0.3573176
12	460	0	1451.67	0	0.004371383	-0.004371383	0.352946217
13	460	0	1461.87	0.00702639	0.010423626	-0.010423626	0.342522591
14	450	-0.02173913	1555.97	0.064369609	0.059816706	-0.08155836	0.260966755
15	445	-0.011111111	1520.41	-0.022853911	-0.015314032	0.004202921	0.265169676

Lampiran 1.6 Uji Stasioner Return Maybank Event 1

Null Hypothesis: RETURN has a unit root  
 Heterogeneous: Constant  
 Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=14)

Augmented Dickey-Fuller test statistic	t-Statistic	Prob.*
Test critical values:		
1% level	-14.68723	0
5% level	-3.42763	
10% level	-2.87344	
	-2.573187	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(RETURN)  
 Method: Least Squares  
 Date: 11/20/08 Time: 23:31  
 Sample (adjusted): 3/21/2007 2/18/2008  
 Included observations: 239 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RETURN(-1)	-0.923048	0.064951	-14.68723	0
C	-0.0013	0.001187	-1.094851	0.2747
R-squared	0.476492			0.000103
Adjusted R-squared	0.474283			0.073248
S.E. of regression	0.018207			-3.14478
Sum squared resid	0.079426			-5.135683
Log likelihood	017.99032			215.7147
Durbin-Watson stat	1.990406			0

## Lampiran 1.7 Hasil Regresi Periode Estimasi Event 1Maybank

### SUMMARY OUTPUT

Regression Statistics	
Multiple R	0.467692615
R Square	0.218736382
Adjusted R Square	0.215453162
Standard Error	0.016172839
Observations	240

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	1	0.017429017	0.017429017	66.63468983	1.90506E-14
Residual	238	0.062251451	0.000261561		
Total	239	0.079680468			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95.0%	Upper 95.0%
Intercept	-0.001699814	0.001044997	-1.626621448	0.105140765	-0.003758438	0.00035881	-0.003758438	0.00035881
X Variable 1	0.832562662	0.101992148	8.163007401	1.90506E-14	0.631640019	1.033485306	0.631640019	1.033485306

## Lampiran 1.8 Event Study Maybank Event 1

Hari Ke-	Harga Saham Maybank	Return Maybank	Harga KLCI	Return KLCI	ER	AR	CAR
-15	8.7	-0.011363636	1280.23	-0.025714982	-0.023178788	0.011815151	0.011815151
-14	8.9	0.022988506	1299.69	0.015200394	0.010786209	0.012202296	0.024017448
-13	8.95	0.005617978	1296.33	-0.002585232	-0.003978135	0.009596113	0.033613561
-12	8.45	-0.055865922	1173.22	-0.094968102	-0.08066774	0.024801818	0.058415579
-11	8.8	0.041420118	1206.54	0.02840047	0.021743962	0.019676156	0.078031535
-10	8.7	-0.011363636	1232.59	0.021590664	0.016090952	-0.027454588	0.050636947
-9	8.45	-0.028735652	1201.35	-0.025345005	-0.02287166	-0.005863972	0.044772974
-8	8.6	0.017751479	1194.84	-0.005418904	-0.006330446	0.024081925	0.0668349
-7	8.5	-0.011627907	1177.53	-0.014487295	-0.013858371	0.002230464	0.071083564
-6	8.5	0	1180.02	0.002114596	-7.66773E-05	7.66773E-05	0.071162041
-5	8.7	0.023529412	1186.54	0.00552533	0.002754669	0.020774743	0.091936783
-4	8.7	0	1199.06	0.002123822	-6.90182E-05	6.90182E-05	0.092005803
-3	8.75	0.005747126	1189.06	0	-0.00182062	0.007579189	0.099584992
-2	8.75	0	1201.02	0.010058365	0.006517668	-0.006517668	0.093067324
-1	8.95	0.022857143	1229.95	0.024087859	0.018163943	0.0044932	0.097760524
0	8.95	0	1245.42	0.01257775	0.008609077	-0.008609077	0.08915145
1	8.4	-0.061452514	1254.03	0.00691333	0.002905885	-0.0653594	0.023792045
2	8.55	0.017857143	1258.41	0.005492739	0.001067358	0.016789785	0.040581831
3	8.45	-0.011695906	1247.52	-0.008653777	-0.009015805	-0.002680101	0.03790173
4	8.45	0	1250.41	0.002316596	9.10088E-05	-9.10088E-05	0.037810721
5	8.25	-0.023668639	1239.65	-0.008605178	-0.008975461	-0.014693178	0.023117543
6	8.15	-0.012121212	1225.38	-0.011349978	-0.011253996	-0.000867216	0.022250327
7	8.15	0	1221.98	-0.002937385	-0.004270468	0.004270468	0.026520794
8	8.15	0	1221.07	-0.00744693	-0.002450253	0.002450253	0.028971047
9	8.2	0.006134969	1225.71	0.003790946	0.001322379	0.00481259	0.033783638
10	8.2	0	1227.74	0.001666183	-0.000457219	0.000457219	0.034240856
11	8.25	0.006097561	1248.19	0.016656621	0.011995063	-0.005897504	0.028343353
12	8.25	0	1246.79	-0.001121624	-0.002763154	0.002763154	0.031106507
13	8.25	0	1233.43	-0.010715517	-0.010727313	0.010727313	0.04183382
14	8.3	0.006060606	1244.2	0.008731748	0.005416406	0.0006442	0.04247802
15	8.2	-0.012048193	1253.64	0.007587205	0.004466288	-0.016514481	0.025963539

## Lampiran 1.9 Uji Stasioner *Return* Maybank Event 2

Null Hypothesis: RETURN2 has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=14)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-15.63995	0
Test critical values:	1% level	-3.45763	
	5% level	-2.87344	
	10% level	-2.573187	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(RETURN2)  
 Method: Least Squares  
 Date: 11/20/08 Time: 23:32  
 Sample (adjusted): 2/21/2007 2/18/2008  
 Included observations: 239 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RETURN2(-1)	-1.015911	0.064956	-15.63995	0
C	-0.002227	0.00125	-1.78074	0.0762
R-squared	0.507899	Mean dependent var	-2.09E-05	
Adjusted R-squared	0.505822	S.D. dependent var	0.027325	
S.E. of regression	0.019209	Akaike info criterion	-5.058551	
Sum squared resid	0.087449	Schwarz criterion	-5.029459	
Log likelihood	606.4959	F-statistic	244.6082	
Durbin-Watson stat	2.000479	Prob(F-statistic)	0	

## Lampiran 1.10 Event Study Maybank Event 2

Hari Ke-	Harga Saham Maybank	Return Maybank	Harga KLCI	Return KLCI	ER	AR	CAR
-15	7	0.007194245	1121.25	-0.005331512	-0.005543819	0.012738064	0.012738064
-14	7.15	0.021428571	1139.81	0.016552954	0.009851143	0.011577428	0.011577428
-13	7.1	-0.006993007	1135.49	-0.003790105	-0.004459493	-0.002533514	-0.002533514
-12	7.25	0.021126761	1150.39	0.013122088	0.007437648	0.013689113	0.013689113
-11	7.3	0.006896552	1144	-0.005554638	-0.005700781	0.012597333	0.012597333
-10	7.1	-0.02739726	1127.6	-0.014335664	-0.011877928	-0.015519332	-0.002921999
-9	7.15	0.007042254	1119.42	-0.007254346	-0.006896466	0.01393872	0.01101672
-8	7.1	-0.006993007	1121.17	0.00156331	-0.000693552	-0.006299455	0.004717265
-7	7.15	0.007042254	1105.04	-0.014386757	-0.01191387	0.018956123	0.023673389
-6	7.1	-0.006993007	1103.48	-0.001411714	-0.002786377	-0.00420663	0.019466759
-5	7.1	0	1109.57	0.005518904	0.002089071	-0.002089071	0.017376588
-4	7.35	0.035211268	1139.41	0.026893301	0.017125218	0.01808605	0.035463737
-3	7.6	0.034013605	1141.59	0.001913271	-0.000447366	0.034460972	0.069924709
-2	7.55	-0.006578947	1141.75	0.000140155	-0.001694691	-0.004884256	0.065040453
-1	7.55	0	1154.09	0.01080797	0.005809746	-0.005809746	0.059230707
0	7.55	0	1150.8	-0.002850731	-0.003798676	0.003798676	0.063029383
1	7.9	0.046357616	1159.94	0.007942301	0.003793847	0.042563769	0.105593151
2	7.95	0.006329114	1163.09	0.002715658	0.000117085	0.006212029	0.11180518
3	7.95	0	1159.1	-0.003430517	-0.004206536	0.004206536	0.116011716
4	7.85	-0.012578616	1148.68	-0.008989733	-0.008117251	-0.004461365	0.111550351
5	7.8	-0.006369427	1128.86	-0.017254588	-0.01393129	0.007561863	0.119112214
6	7.9	0.012820513	1133.59	0.004190068	0.001154281	0.011666231	0.130778445
7	7.7	-0.025316456	1129.56	-0.003555077	-0.004294159	-0.021022296	0.109756149
8	7.55	-0.019480519	1120.31	-0.008189029	-0.007553984	-0.011926536	0.097829613
9	7.8	0.033112583	1127.46	0.006382162	0.002696344	0.030416239	0.128245852
10	7.65	-0.019230769	1118.78	-0.007698721	-0.007209069	-0.0120217	0.116224152
11	7.7	0.006535948	1112.53	-0.005586442	-0.005723154	0.012259102	0.128483254
12	7.55	-0.019480519	1109.43	-0.002786442	-0.003753451	-0.015727069	0.112756185
13	7.45	-0.013245033	1095.05	-0.012961611	-0.010911329	-0.002333704	0.110422481
14	7.4	-0.006711409	1084.36	-0.009762111	-0.008660592	0.001949183	0.112371664
15	7.3	-0.013513514	1069.42	-0.013777712	-0.011485428	-0.002028085	0.110343579

### Lampiran 1.11 Uji Stasioner Return Maybank Event 3

Null Hypothesis: RETURN has a unit root  
 Estimation: Constant  
 Log Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=14)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-15.93578	0
Test critical values:		
1% level	-3.45763	
5% level	-2.87344	
10% level	-2.573187	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: DCFRETURN  
 Method: Least Squares  
 Date: 11/26/08 Time: 09:55  
 Sample (adjusted): 9/15/2007 8/12/2008  
 Included observations: 239 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RETURN(-1)	-1.040238	0.065277	-15.93578	0
C	-0.001638	0.001301	-1.259039	0.2093
R-squared	0.517262	Mean dependent var		0.000217
Adjusted R-squared	0.515223	S.E. dependent var		0.028774
S.E. of regression	0.020034	Akaike info criterion		-4.874439
Sum squared resid	0.095121	Schwarz criterion		-4.943368
Log likelihood	595.4479	F-statistic		250.9492
Durbin-Watson stat	1.983946	Prob(F-statistic)		0

### Lampiran 1.12 Event Study Maybank Event 3

Hari Ke-	Harga Saham Maybank	Return Maybank	Harga KLCI	Return KLCI	ER	AR	CAR
-15	7.35	-0.013422819	1078.73	-0.005328298	-0.005825566	-0.007597253	-0.007597253
-14	7.5	0.020408163	1070.5	-0.007529342	-0.006784233	0.027192397	0.019595144
-13	7.3	-0.026666667	1087.65	-0.002662307	-0.003124299	-0.023542367	-0.003947224
-12	7.4	0.01369863	1070.46	0.002631949	0.000776746	0.012921584	0.00897466
-11	7.85	0.000810811	1100.5	0.028062702	0.019515266	0.041295344	0.050270205
-10	7.7	-0.01910828	1066.99	-0.012276238	-0.010208275	-0.008900005	0.0413702
-9	7.7	0	1085.38	-0.001481154	-0.002253973	0.002253973	0.043634173
-8	7.8	0.012947013	1085.06	-0.000294828	-0.001379834	0.014366847	0.05799102
-7	7.75	-0.006410256	1070.54	-0.013381748	-0.011022865	0.004612608	0.062603628
-6	7.7	-0.006451613	1075.93	0.005034842	0.002547306	-0.008998919	0.053604709
-5	7.7	0	1068.35	-0.006859182	-0.006216745	0.006216745	0.059821435
-4	7.75	0.006493506	1062.7	-0.005474709	-0.005196603	0.011690109	0.071511564
-3	7.5	-0.032238065	1041.07	-0.020353816	-0.016160197	-0.016097868	0.055413696
-2	7.7	0.026666667	1044.03	0.002843229	0.000932427	0.02573424	0.081147937
-1	7.85	0.019480519	1031.63	-0.011877053	-0.009914138	0.029394657	0.110562594
0	7.4	-0.057324841	1012.37	-0.018669484	-0.014919106	-0.042405733	0.068136859
1	6.9	-0.067567568	1002.99	-0.009265387	-0.007989745	-0.059577823	0.008559036
2	6.9	0	991.66	-0.011286224	-0.009486157	0.009486157	0.018045193
3	7	0.014492754	1025.7	0.034326281	0.024130553	-0.009637759	0.008407394
4	6.95	-0.007142857	1028.62	0.002846836	0.000935085	-0.008077942	0.00075452
5	6.95	0	1026.18	-0.00237211	-0.002910469	0.002910469	0.003239921
6	6.9	-0.007194245	1028.4	0.002163563	0.000431471	-0.007625716	-0.004385794
7	6.9	0	1024.74	-0.003538926	-0.003784969	0.003784969	-0.000600826
8	6.9	0	1020.83	-0.004108359	-0.004189815	0.004189815	0.00358899
9	6.9	0	1019.72	-0.000793705	-0.00174743	0.00174743	0.005336419
10	6.6	-0.043478251	1018.68	-0.001019888	-0.001914091	-0.04156417	-0.036227751
11	6.55	-0.007575758	1016.7	-0.001943692	-0.002594791	-0.004980966	-0.041208717
12	6.35	-0.030534351	996.84	-0.019533786	-0.015555962	-0.014978389	-0.056187106
13	5.9	-0.070866142	977.23	0.00091236	-0.000674311	-0.06999183	-0.126178937
14	5.85	-0.008474576	970.19	-0.027115109	-0.021142221	0.012665643	-0.113511292
15	5.55	-0.051282051	968.89	-0.001339944	-0.002149923	-0.049132125	-0.16264342