



**UNIVERSITAS INDONESIA**

**PENGARUH PENGUMUMAN MERJER DAN AKUISISI  
SERTA FAKTOR-FAKTOR LAIN TERHADAP  
*ABNORMAL RETURN* SAHAM PENGAKUISISI  
DI BURSA EFEK INDONESIA PADA TAHUN 2000-2008**

**TESIS**

**DARMASTUTI DIAN PRATIWI**

**0806432423**

**FAKULTAS EKONOMI  
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN  
JAKARTA  
JANUARI 2010**

**PERPUSTAKAAN  
UNIVERSITAS INDONESIA**



**UNIVERSITAS INDONESIA**

**PENGARUH PENGUMUMAN MERJER DAN AKUISISI  
SERTA FAKTOR-FAKTOR LAIN TERHADAP  
*ABNORMAL RETURN* SAHAM PENGAKUISISI  
DI BURSA EFEK INDONESIA PADA TAHUN 2000-2008**

**TESIS**

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

**DARMASTUTI DIAN PRATIWI**

**0806432423**

**FAKULTAS EKONOMI  
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN  
KEKHUSUSAN MANAJEMEN KEUANGAN  
JAKARTA  
JANUARI 2010**

## HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

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

**Nama : Darmastuti Dian Pratiwi**

**NPM : 0806432423**

**Tanda Tangan :**



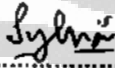


**Tanggal : 17 Desember 2009**

## HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh :  
Nama : Darmastuti Dian Pratiwi  
NPM : 0806432423  
Program Studi : Manajemen Keuangan  
Judul Tesis : Pengaruh Pengumuman Merjer dan Akuisisi serta Faktor-Faktor Lain Terhadap *Abnormal Return* Saham Pengakuisisi di Bursa Efek Indonesia Pada Tahun 2000-2008.

Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Magister Manajemen pada Program Studi Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia.

### DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Dr. Sylvia Veronica N.P. Siregar (.....)  
Penguji : Imo Gandakusuma, MBA (.....)  
Penguji : Eko Rizkianto, ME (.....)

Ditetapkan di : Jakarta

Tanggal : 11 JANUARI 2010

## KATA PENGANTAR

Puji syukur saya panjatkan kepada Tuhan Yang Maha Esa atas segala berkat dan rahmat-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan Karya Akhir (Tesis) ini. Penulisan Tesis ini dilakukan dalam rangka memenuhi salah satu syarat untuk mencapai gelar Magister Manajemen pada Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

Saya menyadari bahwa dalam menyelesaikan Tesis ini maupun dalam melewati masa perkuliahan tidak dapat saya selesaikan tanpa bantuan dari berbagai pihak. Oleh karena itu, saya ingin mengucapkan terima kasih kepada:

- (1) Prof. Dr. Rhenald Kasali, Ph.D selaku pembimbing mentoring dan Ketua Program MMUI dan seluruh *stakeholders* MMUI;
- (2) Dr. Sylvia Veronica N.P. Siregar, selaku dosen pembimbing yang telah menyediakan waktu dan bimbingan dalam penyusunan Tesis ini;
- (3) Kedua orang tua serta kakak saya yang banyak memberikan dukungan baik material dan moral;
- (4) Jajat Sudrajat, ST, MM, sebagai tunangan saya yang telah memberikan banyak dukungan yang luar biasa maupun masukan-masukan yang berharga;
- (5) Antonius Pandu, ST, MM, Tri Pujihartono, STP, serta Teuku Syahnureza, S.Sn, yang tidak pernah berhenti memberikan dukungan dan semangat;
- (6) Seluruh mahasiswa MMUI kelas pagi angkatan 2008 yang telah membantu saya menyelesaikan Tesis ini.

Akhir kata, saya mendoakan semua pihak yang telah membantu saya agar kebaikannya dibalas oleh Tuhan Yang Maha Esa. Harapan saya, Tesis ini dapat membawa manfaat bagi pengembangan ilmu.

Jakarta, 17 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 : Darmastuti Dian Pratiwi  
NPM : 0806432423  
Program Studi : Magister Manajemen  
Departemen : Manajemen  
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 :

**Pengaruh Pengumuman Merger dan Akuisisi serta Faktor-Faktor Lain Terhadap *Abnormal Return* Saham Pengakuisisi di Bursa Efek Indonesia Pada Tahun 2000-2008.**

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 : 17 Desember 2009  
Yang menyatakan



(Darmastuti Dian Pratiwi)

## ABSTRAK

Nama : Darmastuti Dian Pratiwi  
Program Studi : Magister Manajemen  
Judul : Pengaruh Pengumuman Merjer dan Akuisisi serta Faktor-Faktor Lain Terhadap *Abnormal Return* Saham Pengakuisisi di Bursa Efek Indonesia Pada Tahun 2000-2008.

Penelitian ini bertujuan melihat pengaruh pengumuman merjer dan akuisisi terhadap *abnormal return* perusahaan pengakuisisi, dan juga melihat pengaruh jenis perusahaan target, metode pembayaran, serta ukuran relatif perusahaan target terhadap *cumulative abnormal return* perusahaan pengakuisisi. Kebijakan merjer dan akuisisi diakui telah menjadi suatu strategi yang efektif guna menciptakan suatu sinergi. Namun berdasarkan literatur, terjadi ketidakseragaman hasil akan dampak pengumuman merjer dan akuisisi terhadap *abnormal return* perusahaan pengakuisisi. Selain itu faktor-faktor yang mempengaruhi *abnormal return* perusahaan pengakuisisi di Indonesia hingga kini masih jarang diteliti. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengumuman merjer dan akuisisi tidak memberikan peningkatan kesejahteraan investor secara keseluruhan. Dari tiga faktor yang diteliti (jenis perusahaan target, metode pembayaran, serta ukuran relatif perusahaan target), hanya ukuran perusahaan target yang berpengaruh secara signifikan terhadap *cumulative abnormal return* perusahaan pengakuisisi.

Kata Kunci:

Merjer dan Akuisisi, *Abnormal Return*, *Cumulative Abnormal Return*

## ABSTRACT

Name : Darmastuti Dian Pratiwi  
Study Program : Magister Management  
Title : The Impact of Merger and Acquisition Announcement and Other Factors to Acquirer's Stock Abnormal Return in Indonesia Stock Exchange Period 2000-2008.

The objective of this research is to measure the impact of merger and acquisition announcement to acquirer's abnormal return, and to see the impact of target's type, payment method, and target's size to acquirer's cumulative abnormal return. Merger and acquisition decision has been admitted as an effective strategy to create synergy. But based on literatures, there were inconsistent results for the impact of merger and acquisition announcement to acquirer's abnormal return. Besides, there were only few researches in Indonesia studied about factors affecting acquirer's return. Results showed that merger and acquisition announcement doesn't give any augment to investor's welfare as a whole. From three factors explored (target's type, payment method, and target's size), only target's size has a statistical significance to acquirer's cumulative abnormal return.

**Key Word:**

Merger and Acquisition, Abnormal Return, Cumulative Abnormal Return

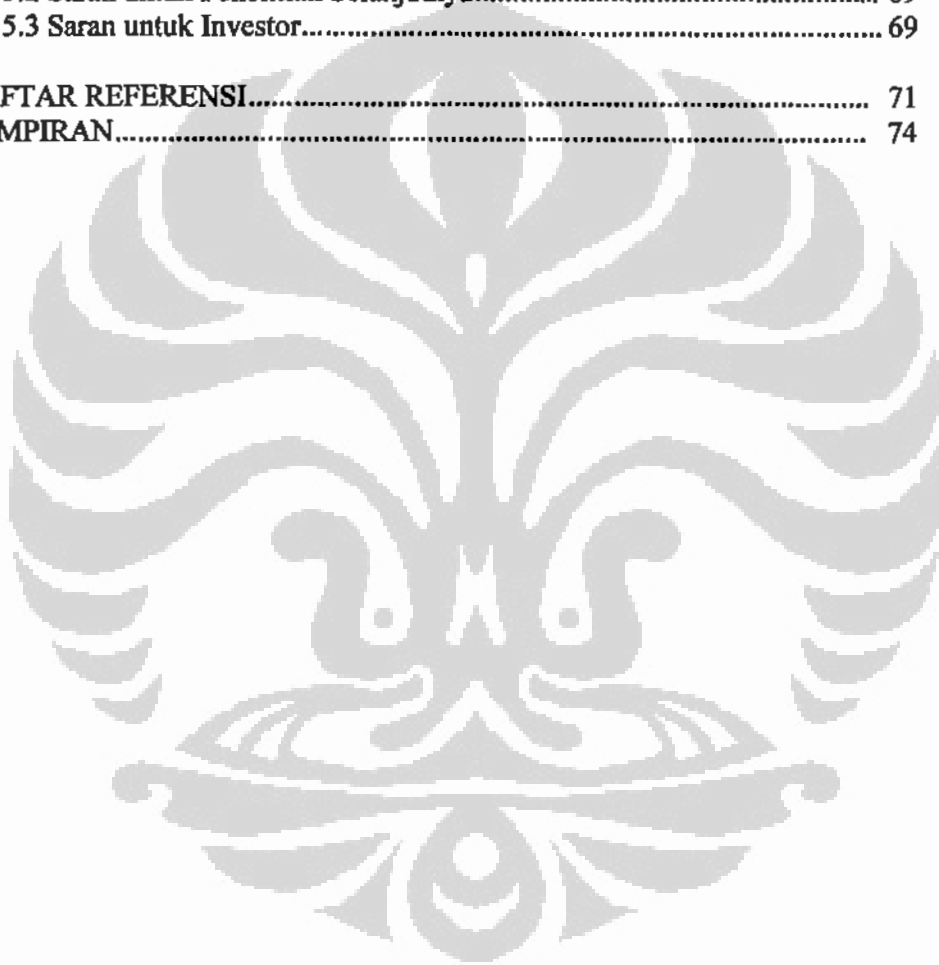


## DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS.....	ii
HALAMAN PENGESAHAN.....	iii
KATA PENGANTAR.....	iv
HALAMAN PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH.....	v
ABSTRAK (Indonesia).....	vi
ABSTRACT (English).....	vii
DAFTAR ISI.....	viii
DAFTAR TABEL.....	xi
DAFTAR GAMBAR.....	xii
DAFTAR RUMUS.....	xii
DAFTAR LAMPIRAN.....	xiv
<b>1. PENDAHULUAN.....</b>	<b>1</b>
1.1 Latar Belakang.....	1
1.2 Perumusan Masalah.....	3
1.3 Tujuan Penulisan.....	3
1.4 Pembatasan Masalah.....	3
1.5 Sistematika Penulisan.....	4
<b>2. TINJAUAN PUSTAKA.....</b>	<b>6</b>
2.1 Merger dan Akuisisi.....	6
2.1.1 Pengertian.....	6
2.1.2 Motif Merger dan Akuisisi.....	7
2.1.2.1 Motif Ekonomi.....	8
2.1.2.1.1 Motif Strategis.....	9
2.1.2.1.2 Motif Politis.....	9
2.1.2.1.3 Motif Sinergi.....	9
2.1.2.1.3 Motif Diversifikasi.....	10
2.1.2.2 Motif Non-Ekonomi.....	10
2.1.3 Klasifikasi Akuisisi.....	11
2.1.4 Peraturan Mengenai Merger dan Akuisisi di Pasar Modal Indonesia.....	13
2.2 <i>Event Study</i> .....	15
2.2.1 Pengertian.....	15
2.2.2 Tujuan.....	15
2.2.3 Tahapan.....	16
2.2.4 Pengolahan Data <i>Event Study</i> .....	17
2.2.5 Asumsi yang Digunakan dalam <i>Event Study</i> .....	20
2.3 Penelitian Terdahulu Mengenai Akuisisi.....	21
2.3.1 Penelitian Mengenai Pengaruh Pengumuman Akuisisi terhadap <i>Abnormal Return</i> Saham Perusahaan Pengakuisisi.....	21

2.3.2 Penelitian Mengenai Faktor-Faktor yang Mempengaruhi <i>Abnormal Return</i> Saham Perusahaan Pengakuisisi.....	23
2.4 Pengembangan Hipotesis.....	25
<b>3. METODOLOGI PENELITIAN.....</b>	<b>28</b>
3.1 Model Penelitian .....	30
3.2 Penentuan <i>Event</i> dan <i>Event Date</i> .....	31
3.3 Penentuan Periode Estimasi dan <i>Event Window</i> .....	32
3.4 Pengumpulan Data.....	33
3.5 Pemilihan Sampel.....	35
3.6 Prosedur <i>Event Study</i> .....	37
3.7 Uji Statistik.....	41
3.7.1 Uji Beda.....	41
3.7.2 Uji Regresi Berganda.....	42
<b>4. ANALISIS DAN PEMBAHASAN.....</b>	<b>45</b>
4.1 Statistik Deskriptif.....	45
4.1.1 Analisis AAR dan CAAR Secara Agregat.....	45
4.1.2 Pengaruh Jenis Perusahaan Target terhadap <i>Cumulative</i> <i>Abnormal Return (CAR)</i> Perusahaan Pengakuisisi.....	46
4.1.3 Pengaruh Metode Pembayaran terhadap <i>Cumulative</i> <i>Abnormal Return (CAR)</i> Perusahaan Pengakuisisi.....	48
4.1.4 Pengaruh Ukuran Relatif Perusahaan Target terhadap <i>Cumulative Abnormal Return (CAR)</i> Perusahaan Pengakuisisi	50
4.1.5 Analisis Statistik Deskriptif Regresi Berganda Secara Keseluruhan.....	51
4.2 Pengujian Hipotesis.....	52
4.2.1 Hipotesis 1.....	52
4.2.2 Hipotesis 2.....	54
4.2.3 Uji Regresi Berganda untuk Hipotesis 3,4 dan 5.....	55
4.2.3.1 Regresi 1.....	55
4.2.3.2 Regresi 2.....	56
4.2.3.2.1 <i>Goodness of Fit</i> Dari Regresi Berganda 2.....	56
4.2.3.2.2 Uji Asumsi Klasik.....	57
4.2.4 Hipotesis 3.....	60
4.2.5 Hipotesis 4.....	60
4.2.6 Hipotesis 5.....	61
4.3 Analisis Sensitivitas.....	61
4.3.1 Uji Signifikansi CAAR Selama <i>Event Window</i> [-5,+5] .....	61
4.3.2 Uji Signifikansi CAAR antara Sebelum dan Sesudah Pengumuman Merjer dan Akuisisi dengan <i>Event</i> <i>Window</i> [-5,+5].....	62
4.3.3 Pengujian Signifikansi <i>Abnormal Return</i> dan <i>Cumulative</i> <i>Abnormal Return</i> Selama <i>Event Window</i> dengan <i>Event</i> <i>Window</i> yang Diperpanjang Menjadi [-10,+10] .....	63

4.3.4 Uji Signifikansi <i>Abnormal Return</i> dan <i>Cumulative Abnormal Return</i> Antara Sebelum dan Sesudah Pengumuman Merjer dan Akuisisi dengan <i>Event Window</i> [-10,+10] .....	63
4.3.5 Pengujian Signifikansi <i>Abnormal Return</i> dan <i>Cumulative Abnormal Return</i> Selama <i>Event Window</i> dengan <i>Event Window</i> yang Diperpanjang Menjadi [-20,+20] .....	65
4.3.6 Uji Signifikansi <i>Abnormal Return</i> dan <i>Cumulative Abnormal Return</i> Antara Sebelum dan Sesudah Pengumuman Merjer dan Akuisisi dengan <i>Event Window</i> [-20,+20] .....	65
<b>5. KESIMPULAN DAN SARAN</b> .....	<b>68</b>
5.1 Kesimpulan.....	68
5.2 Saran untuk Penelitian Selanjutnya.....	69
5.3 Saran untuk Investor.....	69
<b>DAFTAR REFERENSI</b> .....	<b>71</b>
<b>LAMPIRAN</b> .....	<b>74</b>

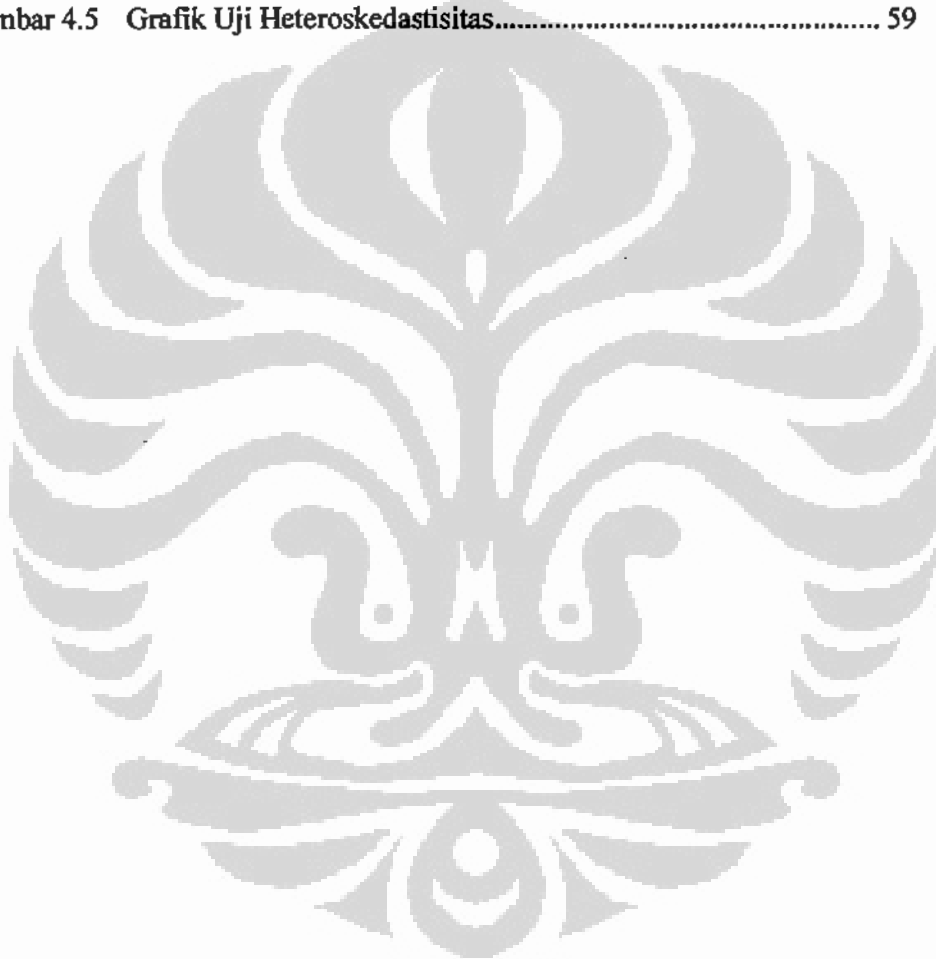


## DAFTAR TABEL

Tabel 2.1	Penelitian Mengenai Dampak Metode Pembayaran terhadap <i>Abnormal Return</i> Saham Perusahaan Pengakuisisi.....	24
Tabel 3.1	Daftar Perusahaan-Perusahaan yang Melakukan Kegiatan Merjer dan Akuisisi Selama Periode tahun 2000-2008.....	36
Tabel 3.2	Daftar Sampel Emiten yang Melakukan Merjer dan Akuisisi...	38
Tabel 4.1	Statistik Deskriptif CAR Perusahaan Pengakuisisi Pada Akhir <i>Event Window</i> [-5,+5] Berdasarkan Jenis Perusahaan Target...	47
Tabel 4.2	Statistik Deskriptif CAR Perusahaan Pengakuisisi Pada Akhir <i>Event Window</i> [-5,+5] Berdasarkan Metode Pembayaran.....	49
Tabel 4.3	Statistik Deskriptif untuk Faktor Ukuran Relatif Perusahaan Target.....	50
Tabel 4.4	Ukuran Relatif Perusahaan Target dan Pengaruhnya Terhadap CAR Perusahaan Pengakuisisi.....	51
Tabel 4.5	Statistik Deskriptif untuk Regresi Berganda.....	52
Tabel 4.6	Analisis Signifikansi AAR Secara Agregat dengan <i>Event Window</i> [-5,+5].....	53
Tabel 4.7	Analisis Signifikansi CAAR Secara Agregat dengan <i>Event Window</i> [-5,+5].....	62
Tabel 4.8	Analisis Signifikansi AAR dan CAAR Secara Agregat dengan <i>Event Window</i> [-10,+10].....	64
Tabel 4.9	Analisis Signifikansi AAR dan CAAR Secara Agregat dengan <i>Event Window</i> [-20,+20].....	66

## DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1	Jenis-jenis <i>Takeover</i> .....	12
Gambar 3.1	Tahap Penelitian.....	29
Gambar 4.1	AAR dan CAAR Agregat dengan <i>Event Window</i> [-5,+5].....	46
Gambar 4.2	CAAR Perusahaan Pengakuisisi dengan Target Perusahaan Publik vs Perusahaan Swasta.....	47
Gambar 4.3	CAAR Perusahaan Pengakuisisi dengan Metode Pembayaran <i>Cash</i> vs Saham.....	49
Gambar 4.4	Grafik Normalitas.....	58
Gambar 4.5	Grafik Uji Heteroskedastisitas.....	59



## DAFTAR RUMUS

2.1	Persamaan Nilai Tambah.....	9
2.2	Persamaan <i>Expected Return</i> Menggunakan Metode <i>Mean Adjusted Return</i> .....	18
2.3	Persamaan <i>Expected Return</i> Menggunakan Metode <i>Market Model</i> .....	18
2.4	Persamaan <i>Expected Return</i> Menggunakan Metode <i>Market Adjusted Return</i> .....	19
3.1	Persamaan <i>Multiple Regression</i> dengan 23 Sampel.....	30
3.2	Persamaan <i>Multiple Regression</i> dengan 14 Sampel.....	31
3.3	Persamaan Ukuran Perusahaan Pengakuisisi.....	34
3.4	Persamaan Ukuran Perusahaan Target.....	34
3.5	Persamaan <i>Actual Return</i> Saham j pada Periode t.....	37
3.6	Persamaan Market Return pada Periode t.....	38
3.7	Persamaan <i>Expected Return</i> Menggunakan Metode <i>Market Model</i> .....	39
3.8	Persamaan <i>Abnormal Return</i> dari perusahaan j pada periode t.....	39
3.9	Persamaan <i>Cumulative Abnormal Return</i> dari Perusahaan j pada Periode t.....	40
3.10	Persamaan Rata-Rata <i>Abnormal Return</i> dari n Saham pada Periode t	40
3.11	Persamaan <i>Cumulative Average Abnormal Return</i> .....	40

## DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 :	Data <i>Market Value</i> Perusahaan Pengakuisisi, <i>Market Value</i> Perusahaan Target, dan Ukuran Relatif Perusahaan Target.....	74
Lampiran 2 :	Data Perhitungan AAR dan CAAR.....	75
Lampiran 3 :	Perhitungan AAR Secara Agregat dengan <i>Event Window</i> [-5,+5] .....	81
Lampiran 4 :	Uji Signifikansi Perbandingan <i>Abnormal Return</i> Sebelum dan Sesudah Kejadian Pengumuman.....	82
Lampiran 5 :	Data untuk Regresi Berganda 1.....	83
Lampiran 6 :	<i>Output</i> Regresi Berganda 1.....	84
Lampiran 7 :	Data untuk Regresi Berganda 2.....	85
Lampiran 8 :	<i>Output</i> Regresi Berganda 2.....	86
Lampiran 9 :	Uji Normalitas dengan Uji Kolmogorov-Smirnov	87
Lampiran 10 :	Uji Multikolinearitas dengan Uji Korelasi Pearson	87
Lampiran 11 :	Uji Multikolinearitas dengan <i>Eigen Value</i> dan <i>Condition Index</i> .....	88
Lampiran 12 :	Uji Signifikansi Perbandingan <i>Cumulative Abnormal Return</i> Sebelum dan Sesudah Kejadian Pengumuman dengan <i>Event Window</i> [-5,+5].....	88
Lampiran 13 :	Uji Signifikansi Perbandingan <i>Abnormal Return</i> Sebelum dan Sesudah Kejadian Pengumuman dengan <i>Event Window</i> [-10,+10].....	89
Lampiran 14 :	Uji Signifikansi Perbandingan <i>Cumulative Abnormal Return</i> Sebelum dan Sesudah Kejadian Pengumuman dengan <i>Event Window</i> [-10,+10].....	90
Lampiran 15 :	Grafik Pergerakan AAR dan CAAR Selama <i>Event Window</i> yang Diperpanjang.....	91
Lampiran 16 :	Uji Signifikansi Perbandingan <i>Abnormal Return</i> Sebelum dan Sesudah Kejadian Pengumuman dengan <i>Event Window</i> [-20,+20].....	92
Lampiran 17 :	Uji Signifikansi Perbandingan <i>Cumulative Abnormal Return</i> Sebelum dan Sesudah Kejadian Pengumuman dengan <i>Event Window</i> [-20,+20].....	93

## BAB 1 PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang

Dalam dunia usaha yang semakin maju dan semakin kompleks mendorong setiap perusahaan untuk dapat bertahan hidup dengan berusaha untuk maju dan profesional dalam menghadapi persaingan global yang menuntut efisiensi dan efektifitas. Salah satu alternatif strategi dalam menghadapi persaingan usaha yang semakin kompetitif adalah dengan melakukan merger dan akuisisi. Kebijakan merger dan akuisisi diakui telah menjadi suatu strategi yang efektif guna menciptakan suatu sinergi. Sinergi dimaksudkan untuk meningkatkan kesejahteraan *stakeholders* secara keseluruhan (Moin, 2007).

Setelah tahun 2000, perusahaan-perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi di Indonesia diantaranya adalah PT. Bumi Resources, Tbk. dengan PT. Kaltim Prima Coal pada tahun 2003, PT. Bakrie Sumatera Plantation, Tbk. dengan PT. Air Muring pada tahun 2005, PT. Ades Waters Indonesia, Tbk. dengan PT. Pamargha Indojatim pada tahun 2006, dan lain-lain. Diharapkan dengan merger dan akuisisi tersebut, maka sinergi dapat tercapai, salah satunya adalah dengan peningkatan *return* saham perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi.

Namun berdasarkan beberapa penelitian yang pernah dilakukan justru ditemukan bahwa tindakan merger dan akuisisi ini terkadang malah memberikan dampak buruk terhadap *abnormal return* perusahaan pengakuisisi. Seperti yang diungkapkan oleh Helga dan Salamun (2006) bahwa secara kumulatif peristiwa merger dan akuisisi di Indonesia memberikan *abnormal return* yang negatif terhadap perusahaan pengakuisisi. Widyawirasari (2001) yang melakukan penelitian serupa terhadap *abnormal return* perusahaan pengakuisisi juga menyimpulkan bahwa peristiwa akuisisi tidak memberikan peningkatan kesejahteraan investor secara keseluruhan. Conny (1995) menyebutkan bahwa kegiatan akuisisi di Indonesia seringkali memberikan dampak negatif terhadap pemegang saham minoritas karena praktek akuisisi di Indonesia mengarah ke praktek akuisisi internal. Akuisisi internal yaitu akuisisi terhadap perusahaan target yang masih satu grup dengan perusahaan pengakuisisi. Pemegang saham



minoritas akan dirugikan apabila perusahaan target memiliki kinerja yang buruk sehingga berpengaruh terhadap likuiditas dan harga saham (Fidiyari, 2006). Penelitian yang telah dilakukan oleh Conny (1995) memberikan hasil bahwa akuisisi internal tidak memberikan *abnormal return* positif dan signifikan

Selain itu faktor-faktor yang mempengaruhi *abnormal return* perusahaan pengakuisisi di Indonesia hingga kini masih jarang diteliti. Penelitian yang dilakukan di Amerika Serikat oleh Travlos (1987) dan Fuller *et al.* (2002) menemukan hasil serupa bahwa metode pembayaran dengan *cash* memberikan *abnormal return* yang lebih positif untuk perusahaan pengakuisisi dibandingkan pembayaran menggunakan *stock*. Fuller *et al.* (2002) juga menambahkan bahwa perusahaan pengakuisisi mendapatkan *abnormal return* yang signifikan negatif apabila mengakuisisi perusahaan yang telah *go public* dan mendapatkan *return* yang signifikan positif apabila mengakuisisi perusahaan *private*. Sedangkan ukuran (*size*) perusahaan target tidak memberikan perbedaan signifikan terhadap *return* perusahaan pengakuisisi. Fuller *et al.* (2002) mendefinisikan ukuran relatif perusahaan target sebagai nilai pasar perusahaan target dibagi dengan nilai pasar perusahaan pengakuisisi.

Untuk meneliti reaksi pasar terhadap harga saham maupun *abnormal return* saham dari suatu pengumuman kejadian (*event*), dikembangkan suatu metode penelitian bernama *event study*. *Event study* merupakan suatu studi untuk mengukur efek terhadap nilai saham akibat adanya suatu *event* atau kejadian tertentu yang diumumkan secara umum. Fokus pembahasan dalam *event study* adalah pengukuran *abnormal return* suatu saham (MacKinlay, 1997). Pengukuran *abnormal return* tersebut didasarkan atas suatu *benchmark* yang disusun melalui proses pemodelan empiris. Studi ini banyak digunakan untuk mengukur dampak dari *event-event* tertentu seperti pengumuman *tender offer*, *stock split*, pembagian dividen, dan perubahan dalam strategi perusahaan seperti merger dan akuisisi.

Berdasarkan uraian di atas, maka penelitian yang akan dilakukan adalah meneliti pengaruh pengumuman merger dan akuisisi terhadap *abnormal return* saham perusahaan pengakuisisi di Bursa Efek Indonesia dengan metode *event study*. Perbedaan dengan penelitian-penelitian sebelumnya adalah penelitian ini juga menguji faktor-faktor yang berpengaruh terhadap *cumulative abnormal*

*return* saham perusahaan pengakuisisi, yaitu metode pembayaran, jenis perusahaan target, dan ukuran relatif perusahaan target (Fuller *et al.*, 2002).

## 1.2 Perumusan Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang masalah di atas, maka pokok permasalahan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

- a. Apakah pemegang saham perusahaan pengakuisisi memperoleh *abnormal return* yang signifikan di seputar tanggal pengumuman merger dan akuisisi?
- b. Apakah *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham perusahaan pengakuisisi berbeda secara signifikan pada periode sebelum pengumuman dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi?
- c. Apakah metode pembayaran, jenis perusahaan target, dan ukuran relatif perusahaan target mempengaruhi *cumulative abnormal return* saham perusahaan pengakuisisi secara signifikan?

## 1.3 Tujuan Penulisan

Tujuan penelitian dari karya akhir ini adalah:

- a. Mengetahui ada tidaknya *abnormal return* yang dihasilkan secara signifikan di seputar tanggal pengumuman merger dan akuisisi bagi perusahaan pengakuisisi.
- b. Mengetahui ada tidaknya *abnormal return* yang dihasilkan secara signifikan pada periode sebelum pengumuman dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi bagi perusahaan pengakuisisi.
- c. Mengetahui pengaruh signifikansi metode pembayaran, jenis perusahaan target dan ukuran relatif perusahaan target dalam *cumulative abnormal return* saham perusahaan pengakuisisi.

## 1.4 Pembatasan masalah

Dalam melakukan penelitian ini penulis membatasi penelitian pada batasan-batasan sebagai berikut:

- a. Perusahaan-perusahaan yang diteliti meliputi perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang mengumumkan kegiatan merger dan akuisisi, lebih spesifik lagi adalah perusahaan-perusahaan pengakuisisi (bagi yang melakukan kegiatan akuisisi) dan *surviving company* (bagi yang melakukan kegiatan merger) selama periode waktu 2000-2008.
- b. Sampel perusahaan pengakuisisi yang diambil hanya perusahaan-perusahaan yang melakukan kegiatan merger dan akuisisi dengan satu perusahaan target selama periode *event*, dikarenakan ukuran relatif perusahaan target akan diteliti sebagai salah satu faktor yang mempengaruhi *cumulative abnormal return* saham perusahaan pengakuisisi.
- c. Likuiditas saham tidak menjadi pertimbangan disebabkan adanya keterbatasan jumlah perusahaan pengakuisisi yang melakukan merger dan akuisisi dengan satu perusahaan target di Indonesia.
- d. Reaksi *abnormal return* saham yang akan diamati adalah di sekitar tanggal pengumuman akuisisi yaitu 5 hari sebelum pengumuman dan 5 hari setelah pengumuman, 10 hari sebelum dan setelah pengumuman, serta 20 hari sebelum dan setelah pengumuman.
- e. Faktor-faktor berpengaruh terhadap *cumulative abnormal return* perusahaan pengakuisisi yang diteliti hanya metode pembayaran, jenis perusahaan target, dan ukuran relatif perusahaan target (Fuller *et al.*, 2002).

## 1.5 Sistematika Penulisan

Penulisan Karya Akhir ini terbagi menjadi beberapa bagian seperti berikut:

### Bab 1 Pendahuluan

Bab ini akan menjelaskan tentang latar belakang penulisan, perumusan masalah, tujuan penelitian, pembatasan masalah, serta sistematika penulisan.

### Bab 2 Tinjauan Pustaka

Pembahasan pada bab ini berisi tentang teori-teori yang berkaitan dengan penelitian karya akhir, yaitu teori mengenai akuisisi termasuk mekanisme akuisisi di pasar modal Indonesia, tahapan *event study*, *efficient market hypothesis*, serta

Universitas Indonesia

pemaparan tentang hasil penelitian yang pernah dilakukan oleh peneliti lain, sehingga bisa menjadi bahan pertimbangan dan perbandingan terhadap hasil penelitian ini.

### **Bab 3 Metodologi Penelitian**

Bab ini membahas tentang metodologi penelitian yang terdiri dari teknik pengumpulan data, cara pengambilan sampel, dan pengolahan data yang meliputi penghitungan *expected return*, *abnormal return*, *Cumulative Abnormal Return (CAR)*, serta uji signifikansi. Selain itu juga pembahasan tentang penghitungan *multiple regression* dengan *dummy variable* untuk menentukan faktor-faktor yang berpengaruh terhadap *return* perusahaan pengakuisisi.

### **Bab 4 Pengolahan Data dan Analisis**

Bab ini menyajikan hasil pengolahan data dengan metodologi yang telah ditetapkan serta analisis akan hasil data tersebut untuk menjawab permasalahan dalam penelitian.

### **Bab 5 Kesimpulan dan Saran**

Bab ini adalah bab penutup dari karya akhir yang berisi kesimpulan atas penelitian yang telah dilakukan beserta saran berdasarkan kesimpulan yang telah diperoleh.

## BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA

### 2.1 Merjer dan Akuisisi

#### 2.1.1 Pengertian

Akuisisi berasal dari kata *acquisitio* (Latin) dan *acquisition* (Inggris), makna harfiah akuisisi adalah membeli atau mendapatkan sesuatu/obyek untuk ditambahkan pada sesuatu/obyek yang telah dimiliki sebelumnya (Hornby, 2000).

Ross *et al.* (2008) melihat bahwa kegiatan akuisisi masuk ke dalam kategori *takeover*. Ross *et al.* (2008) memandang secara lebih luas istilah *takeover* sebagai istilah umum untuk menggambarkan pengalihan pengendalian aset atau saham sebuah perusahaan oleh satu kelompok pemegang saham terhadap kelompok pemegang saham lain. Perusahaan atau kelompok pemegang saham yang berinisiatif untuk mengambil alih disebut *bidder*, sedangkan perusahaan atau kelompok pemegang saham yang akan dijadikan obyek pengambilalihan dinamakan *target*.

Di dalam literatur, istilah merjer dan akuisisi seringkali menunjuk pada suatu pengertian yang sama. Kenyataan sebenarnya adalah kedua terminologi tersebut memiliki pengertian yang berbeda. Menurut Foster (1986), merjer adalah penggabungan dua perusahaan atau lebih dimana salah satu nama perusahaan masih tetap digunakan sedangkan yang lainnya melebur menjadi satu kesatuan badan hukum. Definisi ini sejalan dengan pengertian dari Moin (2007) bahwa merjer adalah penggabungan dua atau lebih perusahaan yang kemudian hanya ada satu perusahaan yang tetap hidup sebagai badan hukum, sementara yang lainnya menghentikan aktivitasnya atau bubar. Sedangkan akuisisi adalah pengambilalihan kepemilikan atau pengendalian atas saham atau aset suatu perusahaan oleh perusahaan lain, dan dalam peristiwa ini baik perusahaan pengambilalih atau yang diambil alih tetap eksis sebagai badan hukum yang terpisah (Moin, 2007).

Terminologi merjer dan akuisisi yang digunakan dalam peraturan BAPEPAM adalah penggabungan usaha, peleburan usaha, dan pengambilalihan. Istilah merjer mengacu pada penggabungan atau peleburan usaha, sedangkan akuisisi mengacu pada pengambilalihan. Peraturan-peraturan BAPEPAM yang

mengatur tentang kegiatan merger dan akuisisi adalah peraturan BAPEPAM No. IX.F.1 tentang Penawaran Tender, No. IX.G.1 tentang Penggabungan Usaha atau Peleburan Usaha Perusahaan Publik atau Emiten, dan No. IX.H.1 tentang Pengambilalihan Perusahaan Terbuka.

Peraturan BAPEPAM No. IX.F.1 tentang Penawaran Tender mendefinisikan bahwa Penawaran Tender adalah penawaran melalui Media Massa untuk memperoleh Efek Bersifat Ekuitas dengan cara pembelian atau pertukaran dengan Efek lainnya.

Dalam Peraturan BAPEPAM No. IX.G.1, pengertian Penggabungan Usaha dan Peleburan Usaha adalah sebagai berikut:

- a. Penggabungan Usaha adalah perbuatan hukum yang dilakukan oleh 1 (satu) Perseroan atau lebih untuk menggabungkan diri dengan Perseroan lain yang telah ada dan selanjutnya Perseroan yang menggabungkan diri menjadi bubar.
- b. Peleburan Usaha adalah perbuatan hukum yang dilakukan oleh 2 (dua) Perseroan atau lebih untuk meleburkan diri dengan cara membentuk 1 (satu) Perseroan baru dan masing-masing Perseroan menjadi bubar.

Menurut peraturan BAPEPAM No. IX.H.1, Pengambilalihan Perusahaan Terbuka adalah tindakan, baik langsung maupun tidak langsung, yang mengakibatkan perubahan Pengendali Perusahaan Terbuka. Pengertian Perusahaan Terbuka adalah Perusahaan Publik atau Perusahaan yang telah melakukan Penawaran Umum saham atau Efek Bersifat Ekuitas lainnya. Sedangkan 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.

### 2.1.2 Motif Merger dan Akuisisi

Pada prinsipnya terdapat dua motif yang mendorong sebuah perusahaan melakukan merger dan akuisisi yaitu motif ekonomi dan motif non-ekonomi. Motif ekonomi berkaitan dengan esensi tujuan perusahaan yaitu untuk

Universitas Indonesia

meningkatkan nilai perusahaan atau memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Termasuk motif ekonomi adalah motif untuk mencapai sinergi dan motif untuk mencapai posisi strategis. Motif strategis dimaksudkan untuk membangun keunggulan kompetitif jangka panjang perusahaan yang pada akhirnya bertujuan pada peningkatan nilai perusahaan atau peningkatan kemakmuran pemegang saham. Di sisi lain, motif non-ekonomi adalah motif yang bukan didasarkan pada esensi tujuan perusahaan tersebut, tetapi didasarkan pada keinginan subyektif atau ambisi pribadi pemilik atau manajemen perusahaan. Secara garis besar motif merger dan akuisisi adalah motif ekonomi yang berkaitan dengan motif strategis, motif politis, motif sinergi, dan motif diversifikasi. Motif selain motif ekonomi adalah motif non-ekonomi (Moin, 2007).

#### 2.1.2.1 Motif Ekonomi

Esensi tujuan perusahaan dalam perspektif manajemen keuangan adalah seberapa besar perusahaan mampu menciptakan nilai (*value creation*) bagi perusahaan dan bagi pemegang saham. Merger dan akuisisi memiliki motif ekonomi yang tujuan jangka panjangnya untuk mencapai peningkatan nilai tersebut. Selain itu, motif ekonomi merger dan akuisisi lainnya meliputi (Moin, 2007):

- a. Pengurangan waktu, biaya dan risiko kegagalan memasuki pasar baru;
- b. Akses terhadap reputasi teknologi, produk dan merek dagang;
- c. Memperoleh individu-individu sumberdaya manusia yang profesional dan kompeten;
- d. Membangun kekuatan pasar (*market power*);
- e. Membangun kekuatan monopoli;
- f. Memperluas pangsa pasar;
- g. Mengurangi persaingan;
- h. Mendiversifikasi lini produk;
- i. Mempercepat pertumbuhan;
- j. Menstabilkan *cash flow* dan keuntungan.

### 2.1.2.1.1 Motif Strategis

Motif strategis juga termasuk motif ekonomi ketika aktivitas merger dan akuisisi diarahkan untuk mencapai posisi strategis perusahaan agar memberikan keunggulan kompetitif dalam industri. Pengendalian ini bisa dilakukan oleh sebuah perusahaan dengan mengakuisisi *supplier* untuk menjamin ketersediaan bahan baku.

### 2.1.2.1.2 Motif Politis

Motif politis seringkali dilakukan oleh pemerintah untuk memaksa perusahaan baik BUMN maupun swasta untuk melakukan merger dan akuisisi. Muatan politis ini diambil untuk kepentingan masyarakat umum atau ekonomi secara makro.

### 2.1.2.1.3 Motif Sinergi

Sinergi merupakan salah satu alasan utama perusahaan melakukan merger dan akuisisi. Sinergi didefinisikan sebagai peningkatan kinerja dari gabungan dua perusahaan melebihi kinerja jika dua perusahaan tersebut bekerja secara sendiri-sendiri. Sinergi dapat dikatakan sebagai nilai tambah. Nilai tambah ini merupakan indikasi ada tidaknya “pertumbuhan” dari peristiwa merger dan akuisisi. Secara kuantitatif, nilai tambah dapat dirumuskan sebagai berikut (Moin, 2007):

$$\begin{aligned} \text{Nilai Tambah} &= \text{Nilai Agregat Setelah Akuisisi} - \text{Nilai Agregat Sebelum Akuisisi} \\ &= V_{AB} - (V_A + V_B) \dots\dots\dots (2.1) \end{aligned}$$

Dimana:

$V_{AB}$  = Nilai perusahaan gabungan A dan B setelah akuisisi

$V_A$  = Nilai perusahaan A sebelum akuisisi

$V_B$  = Nilai perusahaan B sebelum akuisisi

Menurut Ross *et al.* (2008) terdapat beberapa bentuk sinergi yaitu sinergi operasional dan sinergi finansial. Sinergi operasional merupakan keunggulan efisiensi yang diperoleh dari akuisisi seperti peningkatan pendapatan, penurunan kebutuhan modal untuk ekspansi, penurunan biaya pajak, dan sebagainya. Sinergi finansial mengacu pada kemungkinan penurunan dalam biaya modal (*cost of capital*) dengan bergabungnya dua perusahaan atau lebih.



Moin (2007) menyebutkan bahwa terdapat tiga macam sinergi selain sinergi operasional dan sinergi finansial, yaitu sinergi manajerial, sinergi teknologi, dan sinergi pemasaran. Sinergi manajerial dihasilkan ketika terjadi transfer kapabilitas manajerial dan *skill* dari perusahaan yang satu ke perusahaan lain. Transfer kapabilitas terutama terjadi ketika sebuah perusahaan yang memiliki kinerja manajerial yang lebih baik bergabung dengan perusahaan lain yang mempunyai kinerja manajerial yang kurang baik. Perusahaan yang superior dalam suatu industri seringkali memiliki sumberdaya manajemen yang lebih bagus dibandingkan dengan perusahaan lain di industri yang sama. Perusahaan yang belum memiliki manajerial yang bagus perlu pembelajaran internal melalui merger dengan perusahaan lain apabila ingin memiliki keunggulan manajerial.

Sinergi teknologi dapat dicapai dengan memadukan keunggulan teknik sehingga dapat saling memetik manfaat. Sedangkan sinergi pemasaran dapat dicapai bila perusahaan yang melakukan merger akan memperoleh manfaat dari semakin luas dan terbukanya pemasaran produk, bertambahnya lini produk yang dipasarkan, dan semakin banyaknya konsumen yang dapat dijangkau.

#### **2.1.2.1.4 Motif Diversifikasi**

Diversifikasi adalah strategi pemberagaman bisnis yang bisa dilakukan melalui merger dan akuisisi. Diversifikasi dimaksudkan untuk mendukung aktivitas bisnis dan operasi perusahaan untuk mengamankan posisi bersaing karena adanya penyebaran risiko. Banyak perusahaan pengakuisisi memasuki industri lain melalui perolehan perusahaan target karena industri tersebut lebih menguntungkan dibandingkan dengan bidang industri yang selama ini digeluti. Karena itu kerugian pada suatu perusahaan dapat dikompensasikan dengan keuntungan perusahaan lain.

#### **2.1.2.2 Motif Non-Ekonomi**

Terkadang merger dan akuisisi dilakukan bukan berdasarkan pada pertimbangan ekonomi, tetapi didasarkan pada pertimbangan-pertimbangan lain seperti prestise dan ambisi. Motif non-ekonomi ini berasal dari kepentingan

personal (*personal interest motive*) baik dari manajemen perusahaan maupun dari pemilik perusahaan.

### 2.1.3 Klasifikasi Akuisisi

Ross *et al.* (2008) memasukkan akuisisi ke dalam kategori *takeovers*. *Takeover* dapat terjadi melalui akuisisi, *proxy contest*, dan transaksi *going private*. Sedangkan akuisisi tersebut dapat diklasifikasikan ke dalam tiga bentuk dasar yaitu merger atau konsolidasi, akuisisi saham, dan akuisisi aset. Secara sistematis dapat dilihat pada Gambar 2.1:

#### a. Merger atau konsolidasi

Merger mengacu pada absorpsi suatu perusahaan oleh perusahaan lainnya. Dapat dikatakan suatu perusahaan mengambil alih seluruh aset dan kewajiban dari perusahaan target. Perusahaan pengakuisisi akan mempertahankan nama dan identitasnya, sedangkan perusahaan yang diakuisisi akan melebur ke dalam perusahaan pengakuisisi. Konsolidasi mempunyai pengertian yang sama dengan merger hanya saja pada akhirnya terbentuk satu perusahaan yang benar-benar baru.

#### b. Akuisisi saham

Selain merger atau konsolidasi, cara lainnya dalam mengakuisisi perusahaan lain adalah melalui akuisisi saham, yaitu dengan membeli *voting stock* dengan pertukaran uang tunai, lembar saham, atau sekuritas lainnya. Umumnya hal ini dilakukan dengan penawaran tender. Penawaran tender adalah penawaran publik untuk membeli saham perusahaan target.

Faktor-faktor yang diperhitungkan dalam pemilihan proses akuisisi saham atau merger adalah (Ross *et al.*, 2008):

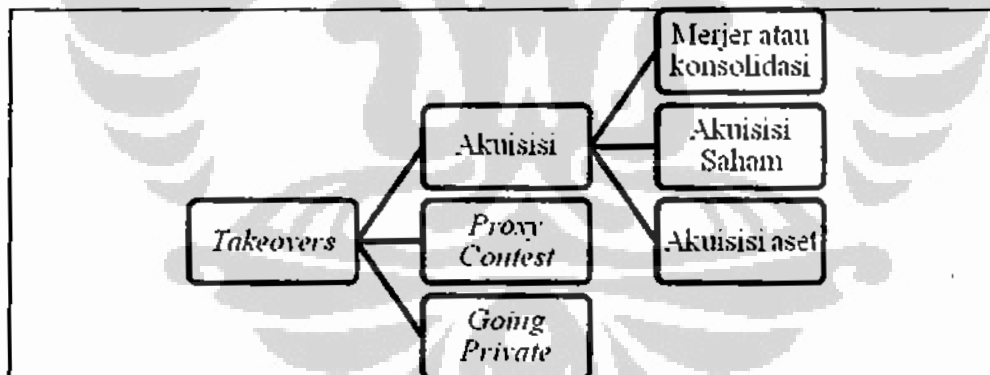
- Dalam akuisisi saham, pertemuan dengan pemegang saham perusahaan target tidak dibutuhkan dan pengambilan suara juga tidak diperlukan. Bila pemegang saham perusahaan target tidak menghendaki penawaran, maka cukup dengan menolak penawaran.
- Dalam akuisisi saham, perusahaan pengakuisisi dapat bernegosiasi langsung dengan pemegang saham perusahaan target melalui

penawaran tender. Tidak diperlukan pertemuan dengan pihak manajemen perusahaan target.

- Seringkali para manajer perusahaan target menolak akuisisi. Hal ini dapat membuat biaya dalam akuisisi saham lebih tinggi dibanding dengan biaya merger.
- Terkadang pemegang saham minoritas dari perusahaan target menolak untuk menjual sahamnya. Hal ini menyebabkan perusahaan target tidak dapat seluruhnya diakuisisi.
- Absorpsi menyeluruh dari suatu perusahaan terhadap perusahaan lain membutuhkan merger. Seringkali akuisisi saham berakhir dengan merger.

#### c. Akuisisi aset

Suatu perusahaan dapat mengakuisisi perusahaan lain dengan membeli seluruh asetnya. Keuntungan akuisisi aset ini adalah dapat menghindari masalah yang dapat timbul dari pemegang saham minoritas seperti yang dapat terjadi di akuisisi saham. Akuisisi aset melibatkan transfer kepemilikan aset dan proses pemindahan kepemilikan ini dapat menjadi mahal.



**Gambar 2.1 Jenis-jenis Takeover**

Sumber : Ross, Westerfield, Jaffe, dan Jordan. (2008). *Modern financial management, 8<sup>th</sup> edition*. New York: McGraw-Hill.

Dalam pengertian akuisisi sebagai pengambilalihan, para analis keuangan mengklasifikasikan akuisisi ke dalam tiga tipe, yaitu (Ross *et al.*, 2008):

a. Akuisisi horizontal

Pada akuisisi tipe ini perusahaan pengakuisisi dan perusahaan yang diakuisisi berada pada satu industri yang sama dengan level produksi yang juga sama.

b. Akuisisi vertikal

Akuisisi vertikal melibatkan perusahaan-perusahaan yang berada pada level proses produksi yang berbeda tetapi masih berada pada industri yang sama.

c. Akuisisi konglomerat

Akuisisi tipe ini melibatkan perusahaan pengakuisisi yang sama sekali berbeda dengan perusahaan target. Perbedaan ini baik dari jenis perusahaan maupun dari jenis industrinya.

#### 2.1.4 Peraturan Mengenai Merjer dan Akuisisi di Pasar Modal Indonesia

Transaksi akuisisi pertama pada pasar modal Indonesia adalah transaksi akuisisi yang dilakukan oleh PT. Jakarta International Hotel Development melalui pembelian 100% saham PT. Danayasa Arthatama pada tahun 1990. Setahun setelah transaksi tersebut, Ketua Bapepam mengirimkan Surat dengan nomor S-456/PM/1991 kepada seluruh Emiten yang berisi persyaratan yang harus dipenuhi dalam pembelian saham atau penyertaan pada perusahaan lain.

Berdasarkan Peraturan BAPEPAM No. IX.G.1, terdapat empat persyaratan utama yang harus dipenuhi oleh Emiten/Perusahaan Publik dalam melakukan merjer. Pertama, direksi dan komisaris perusahaan-perusahaan yang akan merjer wajib membuat pernyataan bahwa kegiatan Penggabungan Usaha atau Peleburan Usaha dilakukan dengan memperhatikan kepentingan perseroan, pemegang saham, persaingan usaha yang sehat, pemegang saham publik dan karyawan. Kedua, pernyataan tersebut harus didukung oleh pihak independen. Ketiga, Emiten/Perusahaan Publik wajib menyampaikan pernyataan Penggabungan Usaha atau Peleburan Usaha yang berisi rancangan Penggabungan Usaha/Peleburan

Usaha. Keempat, memperoleh persetujuan rapat umum pemegang saham Emiten/Perusahaan publik.

Adapun prosedur atau tata cara yang harus dijalankan adalah sebagai berikut (Bapepam No. IX.G.1, 2006):

- a. Setelah mendapatkan persetujuan komisaris, direksi masing-masing Perseroan menjajagi kelayakan Penggabungan Usaha atau Peleburan Usaha yang direncanakan. Penjajagan kelayakan tersebut dilakukan dengan menelaah beberapa dokumen, seperti laporan keuangan selama 3 tahun terakhir, hasil analisa pihak independen mengenai kewajaran nilai saham dan aktiva tetap Perseroan, metode dan tata cara konversi saham, penyelesaian kewajiban terhadap pihak ketiga, dan penyelesaian hak-hak pemegang saham yang tidak setuju dengan Penggabungan Usaha atau Peleburan Usaha.
- b. Direksi masing-masing Perseroan wajib secara bersama-sama menyusun Rancangan Penggabungan Usaha atau Peleburan Usaha.
- c. Apabila penggabungan/peleburan usaha akan mengakibatkan dampak yang signifikan terhadap Perseroan, kondisi keuangan atau hal-hal lain yang mempengaruhi Perseroan, maka keseluruhan dampak tersebut harus diungkapkan dalam Rancangan Penggabungan Usaha.
- d. Selanjutnya, Perusahaan Terbuka peserta penggabungan atau peleburan usaha menyampaikan pernyataan penggabungan usaha beserta dokumen pendukungnya kepada BAPEPAM selambat-lambatnya akhir hari kerja kedua setelah persetujuan komisaris.
- e. Rancangan Penggabungan Usaha atau Peleburan Usaha wajib diumumkan ringkasannya kepada masyarakat dalam 2 (dua) surat kabar harian berbahasa Indonesia satu di antaranya berperedaran nasional paling lambat akhir hari kerja ke-2 (kedua) setelah diperolehnya persetujuan komisaris. Pengumuman dimaksud memuat informasi bahwa Rancangan Penggabungan Usaha atau Peleburan Usaha tersebut belum mendapatkan efektif dari BAPEPAM dan persetujuan Rapat Umum Pemegang Saham.
- f. Apabila dalam 20 hari setelah pengajuan pernyataan pendaftaran BAPEPAM tidak meminta tambahan atau perubahan informasi, maka

**Universitas Indonesia**

pernyataan pendaftaran tersebut dianggap telah dinyatakan secara lengkap dan sesuai dengan tata cara yang ditetapkan pada tanggal pengajuan.

- g. Sehubungan dengan perlunya mendapat persetujuan RUPS, Perseroan wajib mengumumkan Rancangan Penggabungan/Peleburan Usaha serta menyediakan Surat Edaran mengenai transaksi Penggabungan/Peleburan Usaha selambat-lambatnya 28 hari sebelum pelaksanaan RUPS.
- h. Dalam hal informasi mengenai rencana Penggabungan Usaha atau Peleburan Usaha telah diketahui pihak luar, maka Perseroan yang akan melakukan Penggabungan Usaha atau Peleburan Usaha harus memberikan tanggapan kepada Bapepam dan mengumumkan hal tersebut kepada masyarakat paling lambat akhir hari kerja berikutnya setelah rencana tersebut diketahui pihak luar.
- i. Apabila Perseroan melakukan Penggabungan Usaha atau Peleburan Usaha merupakan Perseroan yang sahamnya tercatat di Bursa Efek, maka Perseroan tersebut wajib mengikuti peraturan Bursa Efek dimana saham Perseroan tersebut dicatatkan.

## 2.2 *Event Study*

### 2.2.1 Pengertian

Menurut McWilliams dan Siegel (1997), metode *event study* merupakan alat yang ampuh bagi para peneliti untuk menilai pengaruh kebijakan perusahaan terhadap perubahan keadaan keuangan di perusahaan tersebut.

Definisi *event study* menurut Bodie *et al.* (2008) adalah metodologi riset yang didisain untuk mengukur seberapa besar dampak dari suatu kejadian terhadap *abnormal return* saham. Sedangkan menurut Ross *et al.* (2008), *event study* adalah suatu studi statistik yang digunakan untuk menguji bagaimana suatu informasi yang telah tersebar akan mempengaruhi harga saham selama periode waktu tertentu.

### 2.2.2 Tujuan

Tujuan *event study* adalah untuk mengukur apakah terdapat efek *abnormal return* terhadap saham yang diasosiasikan dengan kejadian-kejadian yang tidak diantisipasi. *Event study* ini dapat membantu peneliti mengukur signifikansi efek

Universitas Indonesia

suatu *event*. Aplikasi *event study* di bidang keuangan telah diaplikasikan untuk meneliti *event* spesifik akan perubahan kebijakan perusahaan dan *event* ekonomi lainnya. Sebagai contoh adalah pengumuman merger dan akuisisi, pengumuman *earning*, penerbitan surat hutang, dan *stock splits* (McWilliams dan Siegel, 1997).

Tujuan lain menurut Kritzman (1994), *event study* dapat digunakan untuk menguji hipotesis pasar efisien (*efficient market hypothesis*). Sebagai contoh, *abnormal return* yang berlangsung setelah suatu kejadian terjadi atau *abnormal return* yang dihubungkan dengan kejadian yang sudah diantisipasi yang tidak sesuai dengan hipotesis pasar efisien. Selain pengujian efisiensi pasar, *event study* juga berguna dalam mengukur besarnya dampak suatu kejadian.

### 2.2.3 Tahapan

Tahapan *event study* yang diringkas dari MacKinlay (1997), Kritzman (1994), dan Weston *et al.* (2004), adalah sebagai berikut:

a. Menentukan *event* yang akan diteliti berikut penentuan periode *event*

Apabila suatu *event* spesifik telah ditentukan, sebagai contoh pengumuman akuisisi, maka periode *event* (*event window*) akan mencakup hari dimana pengumuman tersebut dilakukan. Umumnya periode *event* mencakup periode yang lebih lebar, tidak hanya saat hari pengumuman tersebar di masyarakat yang menjadi *event date* (dihitung sebagai hari ke-nol). Hal ini untuk membantu penelitian akan satu periode waktu yang mencakup *event* tersebut. Periode *event* seringkali diperpanjang menjadi beberapa hari, paling tidak mencakup hari saat pengumuman terjadi dan satu hari setelah pengumuman. Dengan periode *event* seperti ini maka dapat meliputi penilaian akan reaksi harga saham setelah bursa tutup, yaitu pada hari setelahnya.

Belum ada ketetapan pasti jangka waktu yang digunakan untuk periode *event*. Banyak penelitian yang memilih menggunakan periode *event* -40 hingga +40 hari, sehingga pergerakan *return* saham yang akan diamati adalah 40 hari sebelum *event date* dan 40 hari setelah *event date* (Weston *et al.*, 2004). Selain itu terdapat pula beberapa penelitian lain yang menggunakan periode *event* yang lebih pendek. Farlianto (1996)

menggunakan periode *event* -30 hingga +30 hari. Gurendrawati (1997) menggunakan periode *event* -10 hingga +10 hari. Rhoades (1994) serta Helga dan Salamun (2006) menggunakan periode *event* -5 hari sebelum hingga +5 hari setelah pengumuman.

b. Menentukan periode estimasi

Periode estimasi digunakan sebagai dasar dalam penyusunan model untuk mengukur *normal return*. Pilihan yang umum digunakan adalah dengan menggunakan periode sebelum periode *event* untuk periode estimasi. Periode *event* itu sendiri seringkali tidak menjadi bagian dalam periode estimasi untuk mencegah penyusunan model untuk *normal return* terpengaruh adanya *event*, atau dapat mengarahkan *return event* mempunyai pengaruh yang besar pada pengukuran *normal return*.

Lamanya periode estimasi yang biasa digunakan oleh peneliti bervariasi dan belum ada ketetapan pasti seperti halnya periode *event*. Studi yang dilakukan oleh Weston *et al.* (2004) serta McWilliams dan Siegel (1997) menggunakan periode estimasi 200 hari sebelum periode *event*.

c. Menentukan kriteria seleksi pemilihan perusahaan-perusahaan yang akan diteliti

Kriteria pemilihan dapat berupa pembatasan masalah dimana perusahaan-perusahaan yang dipilih hanya yang terdaftar di bursa tertentu, sebagai contoh di Bursa Efek Indonesia.

d. Pengolahan data

*Event study* digunakan untuk mengolah data lebih lanjut sehingga dengan demikian dapat diketahui reaksi harga terhadap *event* (misalnya pengumuman akuisisi).

#### 2.2.4 Pengolahan Data *Event Study*

Menurut Weston *et al.* (2004), langkah awal pengolahan data *event study* adalah menghitung *abnormal return* untuk setiap perusahaan dalam suatu sampel per satuan waktu. *Abnormal return* didapatkan dengan cara mengurangi *expected*



*return* dari *actual return*. Perbedaan hasil tersebut dianggap sebagai *abnormal* atau *residual return*.

*Actual return* dihitung dari Indeks Harga Saham individual (IHSI) atau harga *adjusted* dari [www.yahooofinance.com](http://www.yahooofinance.com) untuk masing-masing perusahaan yang dijadikan sampel, sedangkan *expected return* dapat dihitung menggunakan beberapa pendekatan, yaitu (Weston *et al.*, 2004):

a. Metode *mean adjusted return*

Metode ini memerlukan suatu periode “bersih” atau *clean period* dimana rata-rata *return* harian untuk perusahaan diestimasi untuk suatu periode *return* tertentu. *Clean period* adalah periode estimasi, yaitu sebelum atau sesudah tanggal pengumuman tetapi tidak mencakup periode *event*. Metode ini mengasumsikan bahwa *expected return* sebuah saham adalah konstan. Perhitungan *expected return* dengan metode ini dapat dilihat dari persamaan 2.2.

$$\bar{R}_{jt} = \bar{R}_j = \frac{\sum_{t=t_1}^{t_2} R_{jt}}{T} \dots\dots\dots(2.2)$$

Dimana:

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

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

$\bar{R}_j$  adalah rata-rata *actual return* pada *clean period*

$T = t_2 - t_1 + 1$  adalah *clean period* antara  $t_1$  hingga  $t_2$

b. Metode *market model*

Metode ini juga memerlukan suatu periode “bersih” atau *clean period*. Selain itu *expected return* dari *market model* diestimasi menggunakan regresi dari data *return* saham harian yang berada pada periode tersebut. Model ini menggunakan persamaan 2.3 seperti berikut ini.

$$\bar{R}_{jt} = \hat{\alpha}_j + \hat{\beta}_j R_{mt} \dots\dots\dots(2.3)$$

Dimana:

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

$R_{mt}$  adalah *market index* pada periode t

$\hat{\alpha}_j$  dan  $\hat{\beta}_j$  adalah koefisien prediksi hasil regresi

Universitas Indonesia

Nilai  $\hat{\alpha}_j$  adalah rata-rata imbal hasil yang tidak dijelaskan oleh pasar

Nilai  $\hat{\beta}_j$  adalah sensitivitas perusahaan  $j$  terhadap pasar, menggambarkan risiko pasar.

Karena model ini memperhitungkan risiko perusahaan terhadap pasar juga *return* rata-rata harian, maka metode ini yang paling sering digunakan.

c. Metode *market adjusted return*

Metode ini berasumsi bahwa prediksi *return* dari suatu perusahaan pada suatu periode *event* merupakan *return* dari pasar pada hari yang sama, yaitu *market index*. Model ini dapat dikatakan sebagai model yang mendekati *market model* tetapi dengan  $\hat{\alpha}_j = 0$  dan  $\hat{\beta}_j = 1$  untuk semua perusahaan. Karena  $\hat{\alpha}_j$  umumnya bernilai kecil dan rata-rata  $\hat{\beta}_j$  untuk semua perusahaan adalah 1, maka pendekatan menggunakan metode ini seringkali memberikan hasil yang dapat diterima. Persamaan untuk model ini dapat dilihat di persamaan 2.4.

$$\hat{R}_{jt} = R_{mt} \dots\dots\dots(2.4)$$

Dimana:

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

$R_{mt}$  adalah *market index* pada periode  $t$

Perhitungan *expected return* dalam penelitian ini akan menggunakan metode *market model* dikarenakan model ini sudah memperhitungkan risiko perusahaan terhadap pasar juga *return* rata-rata harian. Setelah perhitungan *abnormal return* (yang didapatkan dari *actual return* dikurangi *expected return*), maka penghitungan *Cumulative Abnormal Return* (CAR) juga dilakukan sebagai tahap selanjutnya untuk mengetahui pengaruh kumulatif atas *event* terhadap harga saham pada periode *event*.

Tahap selanjutnya adalah perhitungan *Average Abnormal Return* (AAR) dan *Average Cumulative Abnormal Return* (CAAR). Kegunaannya adalah untuk melihat nilai *abnormal return* dan *cumulative abnormal return* secara agregat dari suatu kelompok perusahaan selama periode *event*. Tahap terakhir adalah uji signifikansi statistik dan interpretasi hasil studi.

### 2.2.5 Asumsi yang Digunakan dalam *Event Study*

Asumsi yang mendasari *event study* adalah (McWilliams dan Siegel, 1997):

a. Kondisi pasar berada dalam keadaan efisien (*Efficient Market Hypothesis*)

Pasar yang berada pada kondisi yang efisien memberikan arti bahwa harga sekuritas telah mencerminkan semua informasi yang relevan yang tersedia kepada para investor di pasar modal tersebut. Sehingga dapat dikatakan informasi keuangan yang baru saja diinformasikan kepada para investor akan segera tercermin pada harga saham. Semakin cepat informasi baru tercermin pada harga saham, maka semakin efisien pasar modal tersebut.

Ross *et al.* (2008) membagi tingkat efisiensi pasar modal terkait dengan seberapa besar dan cepat harga sekuritas merefleksikan informasi yang tersedia. Pembagian tersebut adalah sebagai berikut:

- Efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*):

Harga saham saat ini mencerminkan informasi di masa lalu, sehingga dapat dikatakan harga sekuritas saat ini sudah mencerminkan data harga historis dan data volume perdagangan. Implikasinya, tidak ada investor yang dapat memperoleh *abnormal return* dengan cara mengandalkan informasi masa lalu, sehingga analisis teknikal adalah usaha yang sia-sia.

- Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semistrong form*)

Dalam kondisi ini harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan. Implikasinya, tidak ada investor yang dapat memperoleh *abnormal return* dengan cara mengandalkan sumber informasi yang dipublikasikan dan harga di masa lalu. Kebanyakan analisis finansial akan sia-sia pada kondisi ini.

- Efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form*)

Terjadi bila harga sekuritas mencerminkan seluruh informasi yang dipublikasikan maupun informasi privat. Tidak ada satupun investor yang secara konsisten dapat memperoleh keuntungan superior dari investor lainnya pada kondisi ini.

Universitas Indonesia

- b. Pasar memiliki informasi hanya saat informasi tersebut diumumkan

Asumsi ini didasarkan bahwa pasar tidak mempunyai informasi sebelumnya terhadap *event*, dan investor hanya memperoleh informasi saat pengumuman terjadi. Sehingga dapat dikatakan *abnormal return* adalah hasil dari reaksi pasar akan informasi yang baru saja dipublikasikan.

- c. *Confounding effects* telah diisolir

Asumsi ini beranggapan bahwa pengaruh dari kejadian-kejadian lain telah dipisahkan dari *event* yang sedang diteliti. Sehingga diharapkan tidak ada kejadian-kejadian lain yang mempengaruhi harga sekuritas pada periode *event* selain *event* yang diteliti. Semakin panjang periode *event*, maka semakin sulit bagi peneliti untuk memisahkan kejadian-kejadian lain yang mungkin mempunyai pengaruh terhadap harga sekuritas.

## 2.3 Penelitian Terdahulu Mengenai Akuisisi

### 2.3.1 Penelitian Mengenai Pengaruh Pengumuman Akuisisi terhadap *Abnormal Return* Saham Perusahaan Pengakuisisi

Penelitian terdahulu yang telah dilakukan di luar negeri dilakukan oleh Cakiki *et al.* (1996) yang menguji keuntungan pemegang saham dari 195 perusahaan asing yang melakukan akuisisi terhadap perusahaan di Amerika selama tahun 1983-1992. Penelitian tersebut menyimpulkan bahwa pemegang saham perusahaan pengakuisisi mengalami tingkat *abnormal return* yang signifikan positif di seputar tanggal akuisisi.

Limmack (1991) meneliti pengaruh merger terhadap tingkat kemakmuran pemegang saham dengan mengamati tingkat *abnormal return* di sekitar tanggal akuisisi dan pada tanggal pengumuman laporan keuangan. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa walaupun secara total tidak ada penurunan tingkat kemakmuran pemegang saham, namun pemegang saham perusahaan pengakuisisi mengalami penurunan tingkat kemakmuran. Rhoades (1994) menyimpulkan bahwa pemegang saham perusahaan pengakuisisi memperoleh *abnormal return* yang negatif pada lima hari sebelum dan lima hari sesudah pengumuman merger dan akuisisi. Shinn (1999) dalam penelitiannya mengenai *return* perusahaan pengakuisisi yang dihubungkan dengan peranan manajer dalam mengelola

tindakan merger dan akuisisi, mengatakan bahwa tindakan merger dan akuisisi tidak secara jelas memberikan keuntungan bagi pemegang saham perusahaan pengakuisisi.

Sedangkan penelitian terdahulu di dalam negeri yang menguji reaksi pengumuman merger dan akuisisi diantaranya dilakukan oleh Farlianto (1996). Penelitian tersebut meneliti pengaruh akuisisi terhadap kinerja saham perusahaan pengakuisisi di Indonesia selama tahun 1990-1995 dan menyimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan *abnormal return* bagi perusahaan pengakuisisi baik sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi yang diteliti dalam kurun waktu 30 hari sebelum dan 30 hari sesudah pengumuman, bahkan penelitiannya menunjukkan kecenderungan yang menurun. Gurendrawati (1997) dalam penelitiannya mengenai pengaruh pemilihan metode akuntansi untuk merger dan akuisisi terhadap volume perdagangan saham 10 hari setelah tanggal merger dan akuisisi tidak berbeda signifikan dengan volume perdagangan saham 10 hari sebelum tanggal merger dan akuisisi. Begitu pula untuk periode yang diperpendek yaitu 5 hari.

Penelitian Widyawirasari (2001) menyimpulkan bahwa secara keseluruhan tidak ada perbedaan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah peristiwa akuisisi. Selain itu secara kumulatif, *abnormal return* yang dihasilkan mengalami penurunan setelah *event date*. Sehingga dari penelitian tersebut disimpulkan bahwa peristiwa akuisisi tidak memberikan peningkatan kesejahteraan investor secara keseluruhan. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Helga dan Salamun (2006) yang menyimpulkan bahwa pemegang saham perusahaan pengakuisisi memperoleh *abnormal return* yang negatif pada lima hari sebelum dan lima hari sesudah pengumuman merger dan akuisisi. Pada periode yang diperpanjang yaitu dengan *event window* -20 hari hingga +20 hari dan -10 hari hingga +10 hari menunjukkan bahwa perbedaan *abnormal return* yang signifikan hanya terdapat pada 20 hari sebelum pengumuman sehingga kemungkinan informasi merger dan akuisisi ini sudah bocor terlebih dahulu.

Dari penelitian-penelitian terdahulu dapat dilihat bahwa terdapat ketidakseragaman literatur mengenai pengaruh pengumuman merger dan akuisisi terhadap *abnormal return* saham perusahaan pengakuisisi. Selain itu secara umum

kecenderungan hasil-hasil penelitian atas *return* pemegang saham perusahaan pengakuisisi memberikan *return* yang negatif.

### 2.3.2 Penelitian Mengenai Faktor-Faktor yang Mempengaruhi *Abnormal Return* Saham Perusahaan Pengakuisisi

Umumnya perusahaan pengakuisisi mendapatkan *cumulative abnormal return* saham yang lebih kecil dengan pembayaran menggunakan saham dibandingkan dengan menggunakan uang tunai (*cash*). Travlos (1987) meneliti 167 kegiatan transaksi merger dan akuisisi pada rentang periode tahun 1972 hingga 1981 (Weston *et al.*, 2004). Penelitiannya menunjukkan bahwa rata-rata *cumulative abnormal return* perusahaan pengakuisisi dengan menggunakan pembayaran dengan saham adalah -1.6%, dan rata-rata *Cumulative Abnormal Return* (CAR) perusahaan pengakuisisi dengan menggunakan pembayaran dengan uang tunai adalah sebesar -0.13%. Andrade *et al.* (2001), Asquith *et al.* (1990), dan Servaes (1991) juga memberikan kesimpulan bahwa CAR saham perusahaan pengakuisisi lebih rendah, bahkan negatif, di dalam merger dengan pembayaran saham dibanding dengan menggunakan pembayaran uang tunai (Weston *et al.*, 2004).

Alasan yang mendasari CAR saham perusahaan pengakuisisi relatif lebih rendah bila menggunakan metode pembayaran dengan saham adalah pada umumnya penawaran menggunakan saham memperlihatkan penilaian dari perusahaan pengakuisisi terhadap sahamnya sendiri cenderung *overvalued* atau melebihi harga sewajarnya. Sehingga dapat dikatakan perusahaan target tidak dihargai dengan harga wajar. Sedangkan para investor melihat nilai penawaran yang ditawarkan oleh perusahaan pengakuisisi sebagai sinyal akan kondisi keuangan perusahaan pengakuisisi tersebut (Fuller *et al.* 2002).

Secara ringkas penelitian-penelitian tersebut dapat dilihat pada Tabel 2.1 berikut ini:

**Tabel 2.1 Penelitian Mengenai Dampak Metode Pembayaran terhadap *Abnormal Return Saham* Perusahaan Pengakuisisi**

Peneliti	Periode	Jumlah Pengamatan	Event Window	Kesimpulan Pengaruh Metode Pembayaran
Travlos (1987)	1972-1981	167	(-10,10)	CAR lebih besar menggunakan <i>cash</i> dibanding saham
Asquith <i>et al.</i> (1990)	1973-1983	186	(-1,0)	CAR lebih besar menggunakan <i>cash</i> dibanding saham
Servaes (1991)	1972-1987	380	(-1, 0)	CAR lebih besar menggunakan <i>cash</i> dibanding saham
Andrade <i>et al.</i> (2001)	1973-1998	3,688	(-1,+1)	CAR lebih besar menggunakan <i>cash</i> dibanding saham

Sumber: Weston, J.F., Mark L.M., dan J. Harold Mulherin. (2004). *Takeovers, restructuring, and corporate governance*. New Jersey: Prentice Hall.

Hansen dan Lott (1996) meneliti CAR saham perusahaan pengakuisisi yang mengakuisisi perusahaan yang telah *go public* dan perusahaan *private* (Fuller *et al.*, 2002). Jumlah total perusahaan target yang diteliti baik yang sudah maupun yang belum *go public* adalah sebanyak 252 perusahaan, dengan rentang periode tahun 1985 hingga 1991. Penelitian mereka menunjukkan bahwa perusahaan pengakuisisi memperoleh CAR 2% lebih tinggi bila membeli perusahaan *private*. Dalam pembelian perusahaan yang telah *go public*, sebanyak 65% kejadian akuisisi memberikan CAR yang negatif kepada perusahaan pengakuisisi. Sedangkan hanya 43% transaksi pembelian perusahaan *private* yang memberikan CAR negatif kepada perusahaan pengakuisisi.

Penelitian yang dilakukan oleh Fuller *et al.* (2002) memberikan hasil yang relatif serupa terhadap penelitian Hansen dan Lott (1996). Dengan menggunakan

Universitas Indonesia

*event window* -2 hari sebelum pengumuman hingga +2 hari setelah pengumuman merger dan akuisisi, dari total 3,135 sampel pada periode tahun 1990-2000, CAR perusahaan pengakuisisi yang mengakuisisi perusahaan *private* adalah sebesar 2.08%, sedangkan CAR perusahaan pengakuisisi yang mengakuisisi perusahaan yang telah *go public* adalah -1.00%.

Selain metode pembayaran dan jenis perusahaan target, Fuller *et al.* (2002) juga meneliti dampak ukuran relatif perusahaan target terhadap CAR saham perusahaan pengakuisisi. Periode yang diambil adalah pada tahun 1990-2000 dengan *event window* -2 hari sebelum pengumuman hingga +2 hari setelah pengumuman merger dan akuisisi. Ukuran target didefinisikan sebagai nilai pasar perusahaan target saat diakuisisi dibagi dengan nilai pasar perusahaan pengakuisisi. Nilai pasar perusahaan target didefinisikan sebagai harga pembelian yang disetujui. Nilai pasar perusahaan pengakuisisi adalah jumlah saham yang beredar dikali dengan rata-rata harga saham sebulan sebelum tanggal pengumuman merger dan akuisisi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa semakin besar ukuran relatif perusahaan target memberikan CAR saham yang semakin tinggi terhadap perusahaan pengakuisisi.

Asquith *et al.* (1983) meneliti hal yang serupa dan memberikan hasil yang relatif sama. Asquith *et al.* (1983) meneliti perusahaan-perusahaan di Amerika yang melakukan merger dan akuisisi pada tahun 1970. Penelitian yang dilakukan menunjukkan bahwa semakin besar ukuran relatif perusahaan target dibandingkan dengan perusahaan pengakuisisi, maka CAR dari saham perusahaan pengakuisisi akan semakin besar nilainya (Fuller *et al.*, 2002).

#### 2.4 Pengembangan Hipotesis

Berdasarkan tujuan penelitian, maka dapat disusun hipotesis seperti berikut ini:

Teori merger dan akuisisi berbasiskan sinergi dan efisiensi yang diharapkan dapat dihasilkan setelah proses tersebut selesai. Teori ini memprediksikan bahwa *abnormal return* pemegang saham akan menjadi positif dengan proses merger dan akuisisi (Weston *et al.*, 2004). Berdasarkan penjelasan tersebut, hipotesisnya adalah:

Universitas Indonesia



H1 : Pengumuman merger dan akuisisi memberikan *abnormal return* positif signifikan selama *event window*.

Dengan hipotesis statistik sebagai berikut:

H1o :  $AAR \leq 0$

H1a :  $AAR > 0$

Menurut Weston *et al.* (2004), banyak *event study* yang telah dilakukan oleh peneliti (di luar negeri) memberikan kesimpulan secara rata-rata *abnormal return* sesudah pengumuman merger dan akuisisi mengalami peningkatan dibandingkan dengan sebelum pengumuman merger dan akuisisi. Hanya saja penelitian di Indonesia tidak menunjukkan kekonsistenan seperti yang sudah ditunjukkan oleh penelitian Widyawirasari (2001) serta Helga dan Salamun (2006). Penelitian mereka menunjukkan hasil sebaliknya. Sehingga penelitian kali ini tetap menguji hipotesis bahwa rata-rata *abnormal return* setelah pengumuman merger dan akuisisi mengalami peningkatan dibandingkan dengan sebelum pengumuman, yang sejalan dengan teori sinergi dan efisiensi. Hipotesis yang diajukan adalah:

H2 : Rata-rata *abnormal return* setelah pengumuman merger dan akuisisi mengalami peningkatan yang signifikan dibandingkan dengan sebelum pengumuman merger dan akuisisi.

Dengan hipotesis statistik sebagai berikut:

H2o :  $AAR_{[+1,+5]} \leq AAR_{[-1,-5]}$

H2a :  $AAR_{[+1,+5]} > AAR_{[-1,-5]}$

Fuller *et al.* (2002) menyebutkan bahwa jenis perusahaan target mempengaruhi *cumulative abnormal return* perusahaan pengakuisisi secara signifikan. Bila perusahaan target merupakan perusahaan *private*, maka *cumulative abnormal return* perusahaan pengakuisisi akan lebih besar dibanding yang publik. Karena jumlah sampel yang relatif kecil (< 30 buah), maka penulis menguji variabel ini dengan *multiple regression* dengan *dummy variable* dimana perusahaan target *private* diberi notasi 1 (satu) dan perusahaan target publik diberi notasi 0 (nol). Hipotesisnya adalah:

H3 : Perusahaan target *private* memberi pengaruh positif terhadap *cumulative abnormal return* perusahaan pengakuisisi secara signifikan.

Universitas Indonesia

Dengan hipotesis statistik sebagai berikut:

$$H3o : b1 \leq 0$$

$$H3a : b1 > 0$$

Metode pembayaran dengan *cash* diteliti oleh Fuller *et al.* (2002) memberi pengaruh positif terhadap *cumulative abnormal return* perusahaan pengakuisisi lebih tinggi dibandingkan dengan menggunakan *stock*. Variabel ini juga akan diuji menggunakan *multiple regression* dengan *dummy variable*, dimana metode pembayaran dengan *cash* diberi notasi 1 (satu), dan metode pembayaran dengan saham diberi notasi 0 (nol). Hipotesis yang diajukan adalah:

H4 : Metode pembayaran dengan *cash* menghasilkan *cumulative abnormal return* perusahaan pengakuisisi yang lebih tinggi secara signifikan dibandingkan metode pembayaran dengan saham.

Dengan hipotesis statistik sebagai berikut:

$$H4o : b2 \leq 0$$

$$H4a : b2 > 0$$

Penelitian yang dilakukan oleh Asquith *et al.* (1983) menunjukkan bahwa semakin besar ukuran relatif perusahaan target dibandingkan dengan perusahaan pengakuisisi, maka *cumulative abnormal return* dari saham perusahaan pengakuisisi akan semakin besar nilainya (Fuller *et al.*, 2002). Sehingga hipotesisnya adalah:

H5 : Semakin besar ukuran relatif target berpengaruh secara positif kepada *cumulative abnormal return*.

Dengan hipotesis statistik sebagai berikut:

$$H5o : b3 \leq 0$$

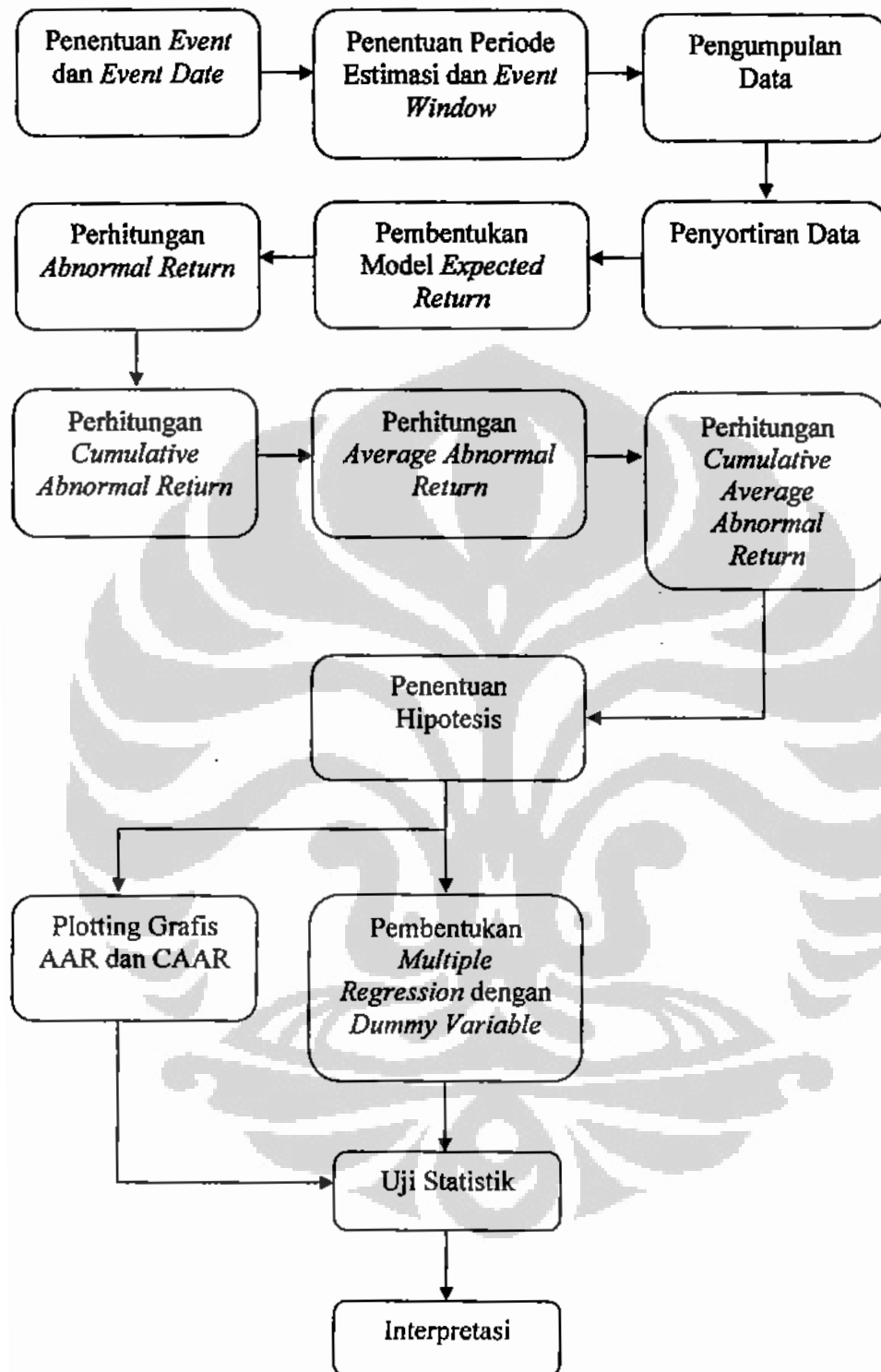
$$H5a : b3 > 0$$

### BAB 3 METODOLOGI PENELITIAN

Penelitian ini merupakan studi peristiwa (*event study*) yang menguji kandungan informasi dari suatu informasi publik yang diumumkan. Tujuan dari pengujian ini adalah untuk melihat reaksi pasar dari suatu pengumuman. Dalam hal ini untuk menguji kandungan informasi dari pengumuman merger dan akuisisi. Jika pengumuman merger dan akuisisi mengandung informasi (*information content*), maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan perubahan harga dari saham perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi, khususnya perusahaan pengakuisisi. Reaksi ini diukur dengan menggunakan *abnormal return*. Jika pengumuman merger dan akuisisi tersebut memberikan *abnormal return* bagi pemegang saham perusahaan pengakuisisi, maka dapat dikatakan bahwa pengumuman merger dan akuisisi tersebut memiliki kandungan informasi (*information content*). Sebaliknya jika tidak mengandung informasi maka pengumuman merger dan akuisisi tidak memberikan *abnormal return* bagi pemegang saham perusahaan pengakuisisi.

Selain menguji kandungan informasi dari pengumuman merger dan akuisisi, penelitian ini juga menguji tingkat signifikansi faktor-faktor yang mempengaruhi *return* saham perusahaan pengakuisisi. Faktor-faktor yang akan diuji adalah signifikansi dari metode pembayaran (penggunaan *cash* atau saham), jenis perusahaan target (perusahaan yang telah *go public* atau perusahaan *private*), serta ukuran relatif (*size*) perusahaan target. Dari penelitian akan dilihat apakah bila semakin besar ukuran relatif perusahaan target akan semakin berkontribusi positif terhadap *cumulative average abnormal return* perusahaan pengakuisisi. Ukuran relatif perusahaan target yaitu *market value* perusahaan target dibagi dengan *market value* perusahaan pengakuisisi (Fuller *et al.*, 2002).

Secara umum, pembagian tahapan metodologi pada penelitian ini dapat dilihat pada Gambar 3.1.



**Gambar 3.1 Tahap Penelitian**

Sumber: penulis

Universitas Indonesia

### 3.1 Model Penelitian

Peneliti dapat menggunakan lebih dari satu *independent variable* untuk mengestimasi *dependent variable*. Hal ini dilakukan untuk meningkatkan akurasi dari estimasi. Proses ini disebut dengan *multiple regression* dan *correlation analysis*. *Multiple regression* dan *correlation analysis* membutuhkan tiga tahap dalam pengerjaannya, yaitu (Levin dan Rubin, 1998):

- Pembentukan persamaan *multiple regression*
- Penghitungan *standard error of estimate* dari *multiple regression*
- Menggunakan *multiple-correlation analysis* untuk melihat seberapa bagus persamaan regresi tersebut dalam mencerminkan hubungan antar variabel.

Dalam penelitian ini, persamaan *multiple regression* digunakan untuk menguji variabel kualitatif dan kuantitatif. Variabel kuantitatif yaitu ukuran perusahaan pengakuisisi sebagai variabel kontrol dan ukuran relatif perusahaan target, ukuran perusahaan pengakuisisi merupakan *market value* perusahaan pengakuisisi tersebut. Sedangkan variabel kualitatif yaitu jenis perusahaan target dan metode pembayaran. Variabel kualitatif ini dimasukkan ke dalam persamaan menggunakan *dummy* variabel.

Khusus untuk variabel jenis perusahaan target, jumlah sampelnya lebih banyak dari variabel lainnya, yaitu 23 buah. Maka untuk mengakomodasi keseluruhan sampel, dibentuk persamaan tersendiri untuk variabel ini. Persamaan yang akan terbentuk untuk menguji signifikansi jenis perusahaan target terhadap *cumulative abnormal return* (CAR) adalah sebagai berikut:

$$CAR = a + b1 \text{ TYPE} + b2 \text{ SIZE}_p \dots \dots \dots (3.1)$$

Dimana:

CAR = Nilai *cumulative abnormal return* (CAR) dari tiap perusahaan pengakuisisi pada hari terakhir *event window* (t+5)

a = *intercept*

b1 = koefisien dari variabel kontrol TYPE

b2 = koefisien dari *dummy variable* SIZE<sub>p</sub>

TYPE = *dummy variable* untuk variabel kualitatif jenis perusahaan target (1 untuk perusahaan swasta, 0 untuk perusahaan publik).

SIZE<sub>p</sub> = variabel kontrol ukuran perusahaan pengakuisisi.

Untuk variabel lainnya, persamaan yang akan terbentuk mengakomodasi 14 buah sampel untuk variabel metode pembayaran dan ukuran relatif perusahaan target. Hanya saja variabel TYPE tetap dimasukkan kembali dalam persamaan ini dengan menyesuaikan jumlah sampelnya yaitu menjadi 14 buah, dimana perusahaan yang melakukan merger tidak diikutsertakan. Persamaannya adalah:

$$\text{CAR} = a + b1 \text{ TYPE} + b2 \text{ METHOD} + b3 \text{ SIZE}_t + b4 \text{ SIZE}_p \dots \dots \dots (3.2)$$

Dimana:

CAR = Nilai *cumulative abnormal return* (CAR) dari tiap perusahaan pengakuisisi pada hari terakhir *event window* (t+5)

a = *intercept*

b1 = koefisien dari variabel kontrol TYPE

b2 = koefisien dari *dummy variable* METHOD

b3 = koefisien dari *dummy variable* SIZE<sub>t</sub>

b4 = koefisien dari variabel SIZE<sub>p</sub>

TYPE = *dummy variable* untuk variabel kualitatif jenis perusahaan target (1 untuk perusahaan *private*, 0 untuk perusahaan publik)

METHOD = *dummy variable* untuk variabel kualitatif metode pembayaran (1 untuk perusahaan pembayaran dengan *cash*, 0 untuk saham)

SIZE<sub>t</sub> = variabel ukuran relatif perusahaan target yang didapat dengan membagi *market value* perusahaan target dengan *market value* perusahaan pengakuisisi.

SIZE<sub>p</sub> = variabel kontrol ukuran perusahaan pengakuisisi.

### 3.2 Penentuan *Event* dan *Event Date*

Kejadian atau *event* yang diteliti adalah pengumuman merger dan akuisisi yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Fokus penelitian adalah pada perusahaan yang melakukan akuisisi.

Sesuai dengan peraturan BAPEPAM yang telah dijelaskan sebelumnya, istilah merger mengacu pada penggabungan atau peleburan usaha, sedangkan akuisisi mengacu pada pengambilalihan. Dalam aktivitas merger, perusahaan pengakuisisi yang diteliti sesuai dengan definisi dari Ross *et al.* (2008), adalah perusahaan yang akan tetap mempertahankan nama dan identitasnya. Sehingga secara spesifik disini merger dapat dikatakan sebagai penggabungan usaha.

Universitas Indonesia

Perusahaan pengakuisisi yang dimaksud adalah perusahaan yang *survive* setelah penggabungan usaha.

Konsolidasi mempunyai pengertian yang sama dengan merger hanya saja pada akhirnya terbentuk satu perusahaan yang benar-benar baru. Sehingga dapat dikatakan konsolidasi adalah peleburan usaha. Perusahaan pengakuisisi tidak dapat ditentukan dengan tepat karena dalam konsolidasi, perbedaan antara perusahaan pengakuisisi dan yang diakuisisi menjadi tidak penting. Dengan terbentuknya entitas baru setelah konsolidasi, maka tidak terdapat perusahaan yang *survive*. Karena itu kegiatan konsolidasi tidak dibahas dalam penelitian kali ini.

Untuk pengertian akuisisi sendiri menurut BAPEPAM adalah Pengambilalihan Perusahaan Terbuka. Perusahaan yang mengakuisisi merupakan perusahaan yang akan menjadi pengendali perusahaan terbuka.

Dengan demikian pada penelitian ini yang dimaksud dengan perusahaan pengakuisisi adalah:

- a. Perusahaan publik yang *survive* setelah penggabungan usaha (merger), dan
- b. Perusahaan publik yang setelah pengambilalihan akan menjadi perusahaan pengendali.

Mengacu pada peraturan BAPEPAM No. IX.G.1 yang berkaitan dengan kegiatan merger dan akuisisi, hari atau tanggal kejadian (*event date*) ditetapkan sebagai tanggal dimana perusahaan yang telah *go public* atau emiten mengumumkan rancangan penggabungan usaha atau pengambilalihan perusahaan terbuka untuk yang pertama kalinya di dua surat kabar harian nasional. Menurut peraturan BAPEPAM, pengumuman merger dan akuisisi wajib dilakukan selambat-lambatnya 28 hari sebelum RUPS (Rapat Umum Pemegang Saham) dilaksanakan.

### 3.3 Penentuan Periode Estimasi dan *Event Window*

Periode estimasi yang digunakan dalam penelitian ini mengacu pada rujukan utama dari Weston *et al.* (2004) yaitu selama 200 hari perdagangan yang mendahului *event window*. Penggunaan periode estimasi 200 hari juga didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh McWilliams dan Siegel (1997). Sedangkan

untuk *event window* yang dipilih merujuk pada penelitian yang dilakukan di Indonesia yaitu dari penelitian yang dilakukan oleh Helga dan Salamun (2006), bahwa *event window* yang dipilih adalah 11 hari, yakni 5 hari sebelum peristiwa (*pre-event*), 1 hari pada saat *event*, dan 5 hari setelah peristiwa (*post-event*). Selain itu akan dilakukan juga pengujian untuk periode waktu yang diperpanjang (uji sensitivitas) yaitu untuk periode waktu 20 hari dan 10 hari sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi (Helga dan Salamun, 2006).

### 3.4 Pengumpulan Data

Sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang telah *go public* dan tercatat di Bursa Efek Indonesia yang pernah melakukan kegiatan merger atau akuisisi selama kurun periode waktu tahun 2000 hingga 2008. Pertimbangan pemilihan tahun 2000 hingga 2008 adalah untuk kecukupan sampel dalam uji statistik, serta menghindari periode tahun 1998-1999 dimana saat itu Indonesia tengah mengalami krisis ekonomi. Dikhawatirkan periode tersebut mempunyai pengaruh terhadap kondisi pasar modal di Indonesia khususnya kondisi perdagangan di Bursa Efek Indonesia.

Data-data yang dibutuhkan dalam penelitian kali ini adalah data nama-nama perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi selama periode waktu tahun 2000-2008, tanggal pengumuman merger dan akuisisi, *return* saham harian baik *return* perusahaan pengakuisisi maupun *return* pasar (IHSG) yang mencakup periode estimasi dan *event window*, jenis perusahaan target, metode pembayaran saat pembelian perusahaan target, serta ukuran relatif perusahaan target (Fuller *et al.*, 2002). Nama-nama perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi berikut tanggal pengumuman merger dan akuisisi dapat dilihat dari *Annual Report* BAPEPAM serta dari data Pusat Referensi Pasar Modal (PRPM) di Bursa Efek Indonesia.

*Return* saham harian baik dari perusahaan-perusahaan pengakuisisi maupun *return* pasar yang didapat dari Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dihitung dari data harga saham harian. Data harga saham harian ini didapatkan dari [www.yahoofinance.com](http://www.yahoofinance.com). Data harga saham harian yang diambil mencakup 205 hari sebelum *event date* dan 5 hari setelah *event date*. Pembagiannya seperti



yang telah disebutkan sebelumnya yaitu 200 hari data harga saham tersebut akan digunakan untuk periode estimasi dan 11 hari data harga saham yaitu 5 hari sebelum dan 5 hari sesudah *event date* akan digunakan untuk pengamatan dan pengujian *event window*.

Metode pembayaran, jenis perusahaan target, dan *market value* perusahaan target dapat dilihat dari laporan keuangan perusahaan pengakuisisi pada tahun melakukan akuisisi, keterangan dari *Annual Report* BAPEPAM, serta data Perkembangan Akuisisi Perusahaan *Go Public* di Indonesia Pada tahun 2000-2008 dari Pusat Referensi Pasar Modal (PRPM).

Untuk mendapatkan ukuran relatif perusahaan target maka data *market value* perusahaan target dan *market value* perusahaan pengakuisisi harus dihitung terlebih dahulu. *Market value* perusahaan pengakuisisi didapatkan dari pengkalian jumlah saham beredar saat mengakuisisi dengan rata-rata harga saham perusahaan tersebut selama sebulan sebelum tanggal pengumuman akuisisi. *Market value* perusahaan pengakuisisi merupakan ukuran perusahaan pengakuisisi yang dijadikan variabel *SIZE<sub>p</sub>* pada *multiple regression*. Harga saham dapat dilihat dari [www.yahoofinance.com](http://www.yahoofinance.com), dan jumlah harga saham beredar didapatkan dari laporan keuangan di tahun perusahaan tersebut melakukan akuisisi. Perhitungannya dapat dilihat dari persamaan berikut ini (Fuller *et al.*, 2002):

$$SIZE_p = AP_p \times \text{jumlah saham beredar} \dots\dots\dots(3.3)$$

Dimana:

$SIZE_p$  = *market value* perusahaan pengakuisisi

$AP_p$  = *average price* (rata-rata harga) saham penutupan perusahaan pengakuisisi (p) selama sebulan sebelum tanggal pengumuman akuisisi (25 hari kerja)

Sedangkan *market value* perusahaan target ( $MV_t$ ) merupakan nilai yang dikeluarkan oleh perusahaan pengakuisisi saat membeli perusahaan target (Fuller *et al.*, 2002). Sehingga ukuran relatif perusahaan target dapat dihitung dengan persamaan:

$$SIZE_t = (MV_t / SIZE_p) \times 100\% \dots\dots\dots(3.4)$$

Dimana:

$SIZE_t$  = ukuran relatif perusahaan target

SIZEp = ukuran atau *market value* perusahaan pengakuisisi

MVt = *market value* perusahaan target

Untuk data lengkap MVt, APp, SIZEp, jumlah saham beredar perusahaan pengakuisisi pada saat akuisisi, serta SIZEt dapat dilihat di Lampiran 1.

### 3.5 Pemilihan Sampel

Berdasarkan Fuller *et al.* (2002), perusahaan yang mengakuisisi lebih dari 1 target pada saat yang bersamaan tidak dapat dimasukkan ke dalam penelitian karena ukuran relatif perusahaan target juga akan diukur sebagai perbandingan dengan ukuran perusahaan pengakuisisi. Untuk data perusahaan-perusahaan publik yang melakukan merger dan akuisisi dengan satu perusahaan target selama periode tahun 2000-2008 dapat dilihat dari Tabel 3.1.

Tidak semua perusahaan dalam Tabel 3.1 memenuhi kriteria untuk menjadi sampel dalam penelitian ini. Kriteria dalam memilih sampel adalah:

- a. Tercukupinya data harga saham untuk *event window*, yaitu [-5,+5] hari dari tanggal efektif pengumuman, dan data harga saham untuk periode estimasi, yaitu 200 hari sebelum periode *event window*.
- b. Khusus untuk perusahaan yang melakukan akuisisi, harus tercukupi data jenis perusahaan target, *market value* perusahaan target, berikut metode pembayarannya.

Untuk kecukupan periode estimasi dan *event window*, harga saham dikumpulkan dari [www.yahoofinance.com](http://www.yahoofinance.com). Sampel-sampel pada tahun 2000 dan 2001 tidak ada yang memenuhi kriteria pertama yaitu kecukupan periode estimasi dan *event window*. Pada tahun 2002, HMSP dan BNPK juga tidak memenuhi syarat. Sampel-sampel tahun 2003 hanya BUMI-3 yang tidak memenuhi syarat, dan pada tahun 2004, yang tidak memenuhi syarat hanya RAJA. Sampel-sampel tahun 2005 dan 2006 seluruhnya memenuhi syarat. Pada tahun 2007, yang tidak memenuhi syarat hanya sampel MCOR, dan untuk tahun 2008, yang tidak memenuhi syarat adalah MIRA dan OKAS.

**Tabel 3.1 Daftar Perusahaan-Perusahaan yang Melakukan Kegiatan Merjer dan Akuisisi Selama Periode tahun 2000-2008**

Tahun	Perusahaan Pengakuisisi	Kode	Perusahaan Target
2000	PT Bumi Resources Tbk PT Infoasia Teknologi Global Tbk PT Dayaindo Resources International Tbk PT Tempo Inti Media Tbk PT Tirta Mahakam Resources Tbk PT Dharma Samudera Fishing Ind. Tbk PT Rimo Catur Lestari Tbk	BUMI-1 IATG-1 KARK TMPO TIRT-1 DSFI RIMO	Gallo Oil (Jersey) Ltd. PT Global Teknindo Infotama PT Elok Asri Indah Permai PT Temprint PT Karya Makmur Bahagia PT Tirta Artamina PT Rimonet Inti Cemerlang
2001	PT Surya Intrindo Makmur PT Surya Toto Indonesia PT Bumi Resources Tbk PT Siantar TOP Tbk	SIMM TOTO-1 BUMI-2 STIP	PT Anglo Sama Permata Motor PT Surya Pertiwi Paramita PT Arutmin Indonesia PT Saritama Tunggal
2002	PT Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk PT Infoasia Teknologi Tbk PT Sarasa Nugraha Tbk PT Bank Pikko Tbk PT Tirta Mahakam Resources Tbk	HMSP IATG-2 SRSN-1 BNPK TIRT-2	PT Alfa Mitramat Utama Global Communication Inc PT Sarasa Mitratama PT Bank Danpac Tbk PT Windu nabatindo Lestari
2003	PT Jasuindo Tiga Perkasa Tbk PT Hanson International Tbk PT Bumi Resources Tbk PT Igar Jaya Tbk	JTPE MYRX-1 BUMI-3 IGAR	PT Djakarta Computer Supplies PT Cakrawira Bumimandala PT Kaltim Prima Coal PT Kageo
2004	PT Rukun Raharja Tbk PT Abdi bangsa Tbk	RAJA ABBA	PT Cahya Saguna Niketana PT Indopac Usaha Prima
2005	PT Duta pertiwi Tbk PT Bakrie Sumatera Plantation Tbk PT Hanson International Tbk PT Medco Energy International Tbk PT Bank Inter Pacific Tbk PT Bat Indonesia Tbk PT Kopitime Dot Com Tbk PT Sarasa Nugraha Tbk	DUTI UNSP-1 MYRX-2 MEDC INPC BATI KOPI SRSN-2	PT Duta Semesta Mas PT Air Muring PT Panca Amara Utama PT Perkasa Equatorial Sembakung PT Bank Artha Graha PT Rothmans of Pall Mall Indonesia PT Cipta Intrasarana Intitama PT Indo Acidatama Chemical industry
2006	PT Ades Waters Indonesia Tbk PT Surya Toto Indonesia Tbk PT Selamat Sempurna Tbk PT Infoasia Teknologi Global Tbk	ADES TOTO-2 SMSM IATG-3	PT Pamargha Indojatim PT Surya Pertiwi Paramita PT Andhi Chandra Automotive Product Tbk PT Gemilang Putri Nusantara
2007	PT Bank Windu Kencana PT Bakrie Sumatera Plantation Tbk	MCOR UNSP-2	PT Bank Multicor Tbk PT Sumberutama Nusapertiwi
2008	PT Bank Niaga Tbk PT Laguna Cipta Griya Tbk PT Mitra Rajasa Tbk PT Ancora Indonesia Resources Tbk PT Bumi Resources Tbk PT Indofood Sukses Makmur Tbk	BNGA LCGP MIRA OKAS BUMI-4 INDF	PT Bank Lippo Tbk PT Dian Sakti PT Apexindo Pratama Duta Tbk PT Multi Nitrotama Kimia Herald Resource Limited Drayton PTE. LTD.

Sumber: Data diolah dari *Annual Report* BAPEPAM, JSX, serta data Perkembangan Akuisisi Perusahaan *Go Public* di Indonesia Pada tahun 2000-2008 dari PRPM

Dari laporan keuangan, data jenis perusahaan target, *market value* perusahaan target, serta jenis pembayaran untuk perusahaan yang melakukan kegiatan akuisisi dikumpulkan. Untuk perusahaan yang melakukan akuisisi namun tidak memenuhi syarat kedua tersebut dari laporan keuangannya adalah MYRX-2. Tindakan akuisisi PT Panca Amara Utama yang dilaporkan ke BAPEPAM tidak dituliskan di laporan keuangannya yang telah diaudit, baik saat tahun melakukan akuisisi (tahun 2005) maupun setahun sesudahnya (tahun 2006).

Dengan demikian, daftar emiten yang memenuhi syarat untuk diteliti berdasarkan masing-masing kategori merger dan akuisisi dapat dilihat di Tabel 3.2.

### 3.6 Prosedur *Event Study*

Prosedur matematis yang digunakan dalam metodologi *event study* pada penelitian ini adalah:

#### a. Perhitungan *return* harian saham dan *return* pasar

Data-data harga saham harian dikumpulkan untuk masing-masing sampel maupun *market* untuk dikonversikan menjadi *return* saham. *Actual return* masing-masing sampel diperoleh dengan membandingkan harga saham *adjusted* atau IHSI hari ini dengan harga saham *adjusted* kemarin (Helga dan Salamun, 2006). Selengkapnya dapat dilihat dari persamaan 3.5.

$$R_{jt} = \frac{P_{jt} - P_{jt-1}}{P_{jt-1}} \dots \dots \dots (3.5)$$

Dimana:

$R_{jt}$  = *actual return* saham j pada periode t

$P_{jt}$  = harga saham *adjusted* (IHSI) untuk saham j pada periode t

$P_{j,t-1}$  = harga saham *adjusted* (IHSI) untuk saham j pada periode t-1

Sedangkan *return* pasar harian (*daily market return*) diperoleh dengan membandingkan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) penutupan hari ini dengan penutupan kemarin. Perhitungan dapat dilihat dari persamaan 3.6.

Tabel 3.2 Daftar Sampel Emiten yang Melakukan Merjer dan Akuisisi

Kategori	Tahun	Kode	Event Date	Jenis Perusahaan Target	Ukuran Relatif Perusahaan Target	Metode Pembayaran
Akuisisi	2002	LATG-2	8 November 2002	Publik	7.86%	Kas
Merjer		SRSN-1	2 Mei 2002	Swasta	-	-
Akuisisi		TIRT-2	11 September 2002	Swasta	4.42%	Kas
Akuisisi	2003	JTPE	6 November 2003	Swasta	9.91%	Kas
Akuisisi		MYRX-1	29 April 2003	Swasta	28.48%	Kas
Merjer		IGAR	12 November 2003	Swasta	-	-
Akuisisi	2004	ABBA	23 September 2004	Swasta	12.63%	Saham
Akuisisi	2005	DUTI	7 Juli 2005	Swasta	3.37%	Kas
Akuisisi		UNSP-1	1 Desember 2005	Swasta	5.62%	Kas
Akuisisi		MEDC	23 September 2005	Swasta	2.86%	Kas
Merjer		INPC	4 Maret 2005	Swasta	-	-
Merjer		BATI	4 Juli 2005	Swasta	-	-
Akuisisi		KOPI	13 Februari 2005	Swasta	201.00%	Kas
Merjer	2006	SRSN-2	25 Juni 2005	Swasta	-	-
Merjer		ADES	20 April 2006	Swasta	-	-
Merjer		TOTO-2	4 Oktober 2006	Swasta	-	-
Merjer		SMSM	30 Oktober 2006	Publik	-	-
Akuisisi	2007	IATG-3	23 Oktober 2006	Swasta	30.19%	Kas
Akuisisi		UNSP-2	1 Agustus 2007	Swasta	4.19%	Kas
Merjer	2008	BNGA	2 Juni 2008	Publik	-	-
Akuisisi		LCGP	2 Juni 2008	Swasta	54.05%	Kas
Akuisisi		BUMI-4	1 Januari 2008	Publik	4.49%	Kas
Akuisisi		INDF	7 November 2008	Publik	31.57%	Kas

Sumber: Data diolah dari *Annual Report* BAPEPAM, jsx, PRPM, laporan keuangan, serta [www.yahoofinance.com](http://www.yahoofinance.com)

$$R_{mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}} \quad (3.6)$$

Dimana:

$R_{mt}$  = *market return* pada periode t

$IHSG_t$  = nilai IHSG pada periode t

$IHSG_{t-1}$  = nilai IHSG pada periode t-1

- b. Pembentukan model *expected return* dengan metode *market model*

Seperti yang telah dijelaskan sebelumnya, Weston *et al.* (2004) menyebutkan tiga metode dasar dalam penghitungan *expected return*. Metode tersebut adalah *mean adjusted return*, *market model* dan *market*

Universitas Indonesia

*adjusted return*. Metode yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah *market model* dengan pertimbangan bahwa model ini sudah memperhitungkan risiko perusahaan terhadap pasar juga *return* rata-rata harian. Model ini adalah model yang paling banyak digunakan. Data harga saham emiten dengan nilai IHSG yang akan diambil untuk pemodelan *expected return* ini adalah 200 hari (Weston *et al.*, 2004). *Expected return* akan dihitung untuk mengukur *abnormal return* selama periode *event window* yaitu dari 5 hari sebelum *event date* hingga 5 hari setelah *event date*. Perhitungan *expected return* dengan *market model* dapat dilihat dari persamaan 3.7 berikut ini.

$$\tilde{R}_{jt} = \hat{\alpha}_j + \hat{\beta}_j R_{mt} \dots\dots\dots(3.7)$$

Dimana:

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

$R_{mt}$  adalah *market index* pada periode t

$\hat{\alpha}_j$  dan  $\hat{\beta}_j$  adalah koefisien prediksi hasil regresi

Nilai  $\hat{\alpha}_j$  adalah rata-rata imbal hasil yang tidak dijelaskan oleh pasar

Nilai  $\hat{\beta}_j$  adalah sensitivitas perusahaan j terhadap pasar, menggambarkan risiko pasar.

c. Menghitung *abnormal return* (AR)

*Abnormal return* adalah selisih antara *expected return* dengan *actual return*. Weston *et al.* (2004) menyebut *abnormal return* dengan *residual return*. Seperti yang diungkapkan oleh Weston *et al.* (2004), McWilliams dan Siegel (1997), serta Kritzman (1994), perhitungan *abnormal return* dapat dilihat dari persamaan 3.8.

$$AR_{jt} = R_{jt} - \tilde{R}_{jt} \dots\dots\dots(3.8)$$

Dimana:

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

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

$\tilde{R}_{jt}$  = *predicted* atau *expected return* dari perusahaan j pada periode t

*Abnormal return* merepresentasikan return yang tidak diprediksi serta estimasi perubahan nilai perusahaan pada hari tersebut, yang dipengaruhi oleh *event* (Weston *et al.*, 2004).

d. Menghitung *cumulative abnormal return* (CAR)

CAR adalah kumulatif dari AR dari seluruh saham pada hari ke-t. CAR berfungsi untuk melihat pengaruh kumulatif atas *event* terhadap harga sekuritas pada *event window*, sehingga dapat dikatakan konsep dari CAR diperlukan untuk mengakomodasi beberapa periode *event window* (MacKinlay, 1997).

$$CAR_j = \sum_{t=w1}^{w2} AR_{jt} \dots\dots\dots(3.9)$$

Dimana:

$CAR_j$  = *cumulative abnormal return* dari perusahaan j pada periode t

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

w1 dan w2 adalah *event window* yang dimulai dari w1 hingga w2

e. Perhitungan *average abnormal return* (AAR)

Menurut Weston *et al.* (2004) dan MacKinlay (1997), AAR dapat diperoleh dengan merata-ratakan penjumlahan AR dari seluruh perusahaan sampel pada hari ke-t dengan jumlah sampel.

$$AAR = AR_{nt} = \frac{1}{n} \sum_{j=1}^{j=n} AR_{jt} \dots\dots\dots(3.10)$$

Dimana:

$AR_{nt}$  = rata-rata *abnormal return* dari n saham pada periode t

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

n = jumlah perusahaan sampel

Tujuan dalam merata-ratakan *abnormal return* saham dari seluruh perusahaan adalah untuk menghilangkan pengaruh individual (Weston *et al.*, 2004).

f. Perhitungan *cumulative average abnormal return* (CAAR)

Perhitungan CAAR menurut Weston *et al.* (2004) dan MacKinlay (1997) dapat dilihat pada persamaan 3.11 berikut ini.

$$CAAR = \sum_{t=w1}^{w2} AR_{nt} \dots\dots\dots(3.11)$$

Dimana:

CAAR = *cumulative average abnormal return*

$AR_{nt}$  = rata-rata *abnormal return* dari  $n$  saham pada periode  $t$

$w_1$  dan  $w_2$  adalah *event window* yang dimulai dari  $w_1$  hingga  $w_2$

CAAR merepresentasikan rata-rata total efek atau pengaruh dari *event* untuk semua perusahaan pada interval waktu yang ditetapkan (Weston *et al.*, 2004).

### 3.7 Uji Statistik

#### 3.7.1 Uji Beda

*Hypothesis testing* adalah suatu metode statistik yang digunakan untuk melihat apakah *statement* akan nilai dari parameter populasi harus diterima atau ditolak. *Hypothesis testing* umum digunakan untuk menilai hipotesis penelitian, validitas klaim, atau dalam situasi yang membutuhkan pembuatan keputusan (Levin dan Rubin, 1998).

*Hypothesis testing* dimulai dengan pembuatan asumsi, yang disebut dengan hipotesis dari parameter populasi. Setelah itu data dikumpulkan, lalu membuat statistik sampel, dan menggunakan hal tersebut untuk memutuskan apakah hipotesis tentang parameter populasi sudah benar. Asumsi yang akan diuji disebut *null hypothesis* dan disimbolkan dengan  $H_0$ . Saat kita menolak *null hypothesis*, maka kesimpulannya kita menerima *alternative hypothesis*, yang disimbolkan dengan  $H_1$  (Levin dan Rubin, 1998).

Pengembangan hipotesis dapat dilihat pada bab 2. Uji beda dengan uji  $t$  akan digunakan untuk menguji hipotesis 1 hingga hipotesis 2, dikarenakan jumlah sampel kurang dari 30. Pada hipotesis 1 akan digunakan uji  $t$  untuk satu sampel (*one sample t-test*) dengan pengujian satu arah (*one tailed test*). Sedangkan untuk hipotesis 2 akan diuji menggunakan uji  $t$  untuk dua sampel (*two sample t-test*) dengan pengujian satu arah (*one tailed test*). Uji statistik  $t$  ini akan diolah menggunakan SPSS 17.

Pada hipotesis 1, jika nilai statistik uji  $t$  lebih besar dari nilai  $t_\alpha$ , yaitu nilai  $t$  berdasarkan tingkat signifikansi  $\alpha$  yang digunakan, maka hipotesis *null* ditolak (Levin dan Rubin, 1998). Artinya terdapat rata-rata *abnormal return* positif yang signifikan pada periode tersebut.



Untuk menguji hipotesis 2 yaitu membandingkan dua rata-rata secara agregat, maka digunakan *two sample t-test*, karena akan diuji perbedaan rata-rata antara dua kelompok sampel yaitu pada saat sebelum pengumuman dan saat sesudah pengumuman. Kesimpulan diperoleh dengan membandingkan statistik uji  $t$  dengan nilai kritikal  $t$  sesuai dengan tingkat signifikansi yang digunakan. Jika nilai statistik uji  $t$  yang diperoleh kurang dari nilai  $t_{\alpha}$  ( $\alpha$  merupakan level signifikansi yang digunakan), maka hipotesis *null* ditolak (Levin dan Rubin, 1998). Artinya rata-rata *abnormal return* pada periode sebelum pengumuman lebih kecil dari rata-rata *abnormal return* pada periode setelah pengumuman. Dengan kata lain rata-rata *abnormal return* mengalami peningkatan setelah adanya pengumuman akuisisi.

### 3.7.2 Uji Regresi Berganda

Model yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan model regresi berganda (*multiple regression*), yaitu hubungan antara dua variabel, variabel independen (variabel penjelas) dengan variabel dependen (variabel yang dijelaskan) (Levin dan Rubin, 1998). Dalam analisis regresi, metode pendugaan yang sering digunakan adalah metode OLS (*Ordinary Least Square*) (Gujarati, 2003).

Uji asumsi klasik adalah persyaratan statistik yang harus dipenuhi pada analisis regresi linear berganda yang berbasis OLS agar hasil estimasi benar-benar efisien dan dapat dipercaya. Uji tersebut antara lain (Gujarati, 2003):

1. Hubungan antar variabel dependen dengan variabel independen merupakan hubungan linear.
2. Nilai residual mengikuti distribusi normal (uji normalitas).
3. Tidak ada hubungan linear yang persis sama antar variabel bebas (tidak ada multikolinearitas).
4. Error mempunyai varians yang konstan untuk setiap observasi,  $E(\epsilon^2) = \sigma^2$  (Homoskedastisitas)

Uji asumsi klasik tidak perlu dilakukan untuk analisis regresi linear yang bertujuan untuk menghitung nilai pada variabel tertentu. Misalnya nilai *return* saham yang dihitung dengan *market model*, atau *market adjusted model*.

Perhitungan nilai *return* yang diharapkan dilakukan dengan persamaan regresi, tetapi tidak perlu diuji asumsi klasik (Gujarati, 2003).

Ketepatan fungsi regresi sampel dalam menaksir nilai aktual dapat diukur dari *Goodness of Fit*. Secara statistik, setidaknya ini dapat diukur dari *adjusted R<sup>2</sup>*, *standard error of estimate* atau *standard error of the regression (Se)*, nilai statistik *F* dan nilai statistik *t*. Perhitungan statistik disebut signifikan secara statistik apabila nilai uji statistiknya berada dalam daerah kritis (daerah dimana *H<sub>0</sub>* ditolak). Sebaliknya disebut tidak signifikan bila nilai uji statistiknya berada dalam daerah dimana *H<sub>0</sub>* diterima (Gujarati, 2003).

a. *Adjusted R<sup>2</sup>*

Koefisien determinasi ( $R^2$ ) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai koefisien determinasi adalah antara 0 dan 1. Nilai  $R^2$  yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen amat terbatas. Nilai yang mendekati 1 berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen (Gujarati, 2003).

Kelemahan mendasar penggunaan koefisien determinasi adalah bias terhadap jumlah variabel independen yang dimasukkan ke dalam model. Setiap tambahan satu variabel independen, maka  $R^2$  pasti meningkat walaupun variabel tersebut tidak berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen. Karena itu *adjusted R<sup>2</sup>* lebih banyak digunakan. *Adjusted R<sup>2</sup>* sudah memperhitungkan jumlah variabel independen di dalam model ke dalam rumusnya (Gujarati, 2003).

Dalam kenyataan nilai *adjusted R<sup>2</sup>* dapat bernilai negatif, walaupun yang dikehendaki harus positif. Jika dalam uji empiris didapat nilai *adjusted R<sup>2</sup>* negatif, maka nilai *adjusted R<sup>2</sup>* dianggap bernilai nol (Gujarati, 2003).

b. *Standard Error of Estimate* atau *Standard Error of The Regression (Se)*

*Standard Error of Estimate* atau *Standard Error of The Regression (Se)* merupakan standar deviasi nilai-nilai variabel dependen dari

persamaan regresi. Umumnya dengan nilai  $R^2$  yang tinggi maka nilai  $Se$  akan semakin kecil (Gujarati, 2003).

c. Uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F)

Uji statistik F pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel independen yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel dependen (Gujarati, 2003). Dari uji ini dapat terlihat apakah terdapat minimal satu variabel independen berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen (Levin dan Rubin, 1998).

d. Uji Signifikansi *Partial* atau Individual (Uji Statistik t)

Uji statistik t pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel independen secara individual dalam menerangkan variasi variabel dependen (Gujarati, 2003).

Uji *partial* ini digunakan untuk menguji hipotesis 3,4 dan 5. Ketiga hipotesis tersebut menggunakan uji t untuk satu sampel (*one sample t test*) dengan pengujian satu arah (*one tailed test*). Dalam hal ini, jika nilai statistik uji t lebih besar dari nilai  $t_{\alpha}$ , yaitu nilai t berdasarkan tingkat signifikansi  $\alpha$  yang digunakan, maka hipotesis *null* ditolak (Levin dan Rubin, 1998). Artinya, untuk jenis perusahaan target *private* (hipotesis 3) terbukti secara signifikan berkorelasi positif dengan *cumulative abnormal return*. Untuk metode pembayaran (hipotesis 4) dengan *cash* secara signifikan memberi pengaruh positif pada *cumulative abnormal return* perusahaan pengakuisisi. Kemudian untuk ukuran relatif perusahaan target (hipotesis 5), semakin besar ukuran target berpengaruh secara positif signifikan kepada *cumulative abnormal return* perusahaan pengakuisisi.

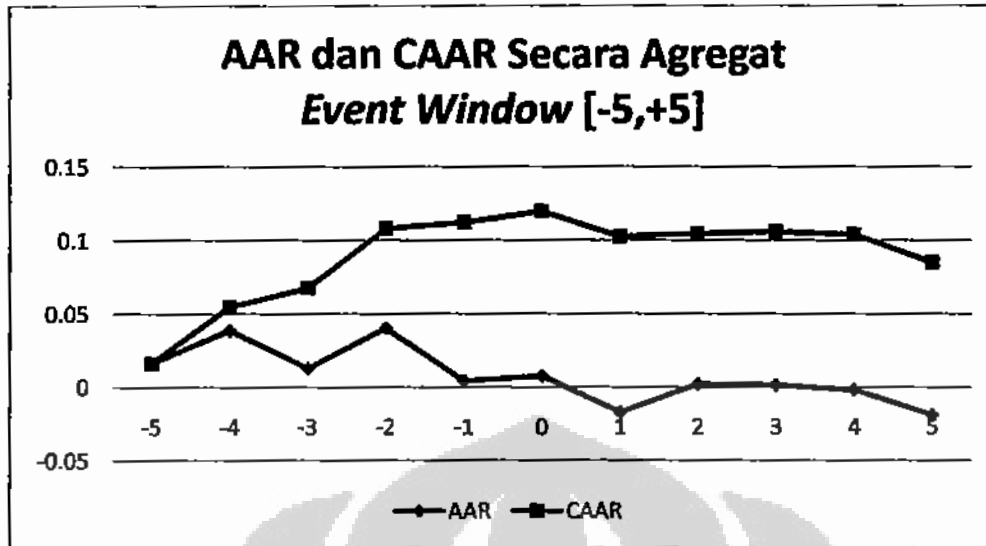
## BAB 4 ANALISIS DAN PEMBAHASAN

### 4.1 Statistik Deskriptif

#### 4.1.1 Analisis AAR dan CAAR Secara Agregat

Pengumuman merger dan akuisisi diharapkan menghasilkan *abnormal return* positif bagi investor karena tujuan merger dan akuisisi adalah untuk menghasilkan sinergi (Weston *et al.*, 2004). Analisis secara agregat dilakukan dengan melihat hasil perhitungan empiris *event study* yang diperoleh dengan merata-ratakan *abnormal return* maupun *cumulative abnormal return* dari semua sampel. Jumlah sampel keseluruhan adalah 23 sampel, dan hasil rata-rata *abnormal return* maupun *cumulative abnormal return* disebut *average abnormal return* (AAR) dan *cumulative average abnormal return* (CAAR). Perhitungan dilakukan selama *event window* [-5,+5]. Perhitungan *abnormal return* (AR) dapat dilihat di Lampiran 2, dan hasil perhitungan AAR dan CAAR secara agregat untuk semua sampel tersebut dapat dilihat dalam Lampiran 3.

Secara deskriptif, AAR dan CAAR selama periode *event window* [-5,+5] atau 11 hari pengamatan dapat dilihat pada Gambar 4.1. AAR dan CAAR akan diamati pergerakannya. Dari Gambar 4.1 dapat dilihat pergerakan AAR cenderung bergerak naik pada 5 hari sebelum pengumuman hingga 2 hari sebelum pengumuman (dari nilai 1.6% hingga 4.039%), selanjutnya kecenderungan pergerakan menjadi menurun hingga level -1.9% pada hari terakhir pengamatan. Secara kumulatif, dapat dilihat dari CAAR. CAAR bergerak naik dari 5 hari sebelum pengumuman dan bergerak turun setelah hari pengumuman atau *event date* (dari level 1.6% hingga 11.9% pada hari pengumuman, dan bergerak turun hingga 8.5% pada hari terakhir pengamatan). Dari Gambar 4.1 tersebut dapat dilihat bahwa kecenderungan investor beraksi negatif akan pengumuman, hanya saja tingkat signifikansi dari reaksi tersebut akan dibahas lebih lanjut di hipotesis 1.



**Gambar 4.1 AAR dan CAAR Agregat dengan *Event Window* [-5,+5]**

Sumber: Data diolah dari *Annual Report* BAPEPAM, PRPM, serta [www.yahoofinance.com](http://www.yahoofinance.com)

Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Conny (1995), yang menyebutkan bahwa kegiatan akuisisi di Indonesia seringkali memberikan dampak negatif terhadap pemegang saham minoritas karena praktek akuisisi di Indonesia mengarah ke praktek akuisisi internal (Fidiasari, 2006).

#### 4.1.2 Pengaruh Jenis Perusahaan Target terhadap *Cumulative Abnormal Return* (CAR) Perusahaan Pengakuisisi

Dari total 23 sampel yang diteliti, 5 sampel mengakuisisi perusahaan publik dan 18 sampel lainnya mengakuisisi perusahaan swasta yang belum *go public* (*private*). Bila dilihat dari Tabel 4.1 dan Gambar 4.2, dapat dilihat bahwa CAAR perusahaan pengakuisisi cenderung lebih besar bila mengakuisisi perusahaan *private* dibandingkan dengan mengakuisisi perusahaan yang telah *go public*.

Dari Tabel 4.1 dan Gambar 4.2 dapat dilihat bahwa perusahaan pengakuisisi dengan target perusahaan publik mendapatkan CAAR 1.49% pada akhir *event window* sedangkan yang mengakuisisi perusahaan *private* mendapatkan CAAR 10.44%. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Fuller *et al.* (2002) dan Hansen dan Lott (1996), bahwa CAR akan semakin

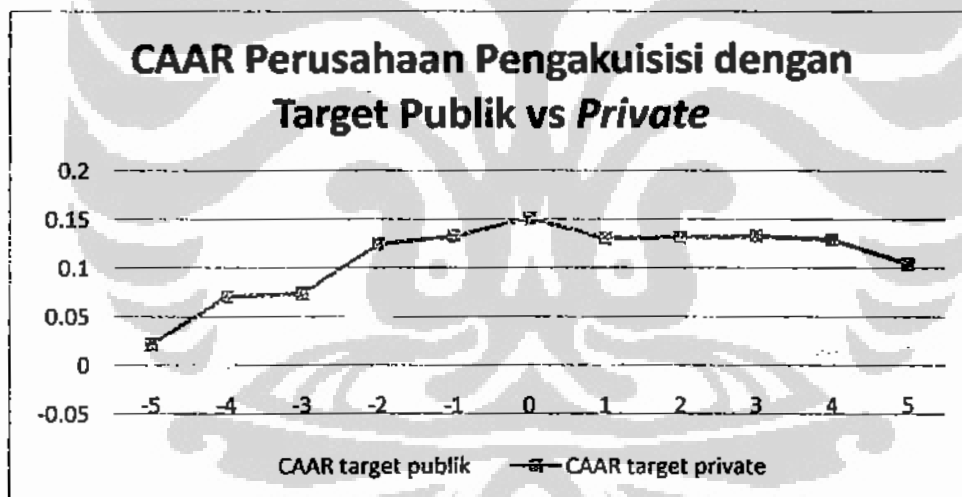
Universitas Indonesia

besar pada perusahaan pengakuisisi yang mengakuisisi perusahaan *private*. Tetapi hasil CAAR dari perusahaan target *private* yang lebih positif ini tentunya juga dipengaruhi oleh komposisi sampel yang relatif timpang, dimana hanya 5 sampel (21.74%) mengakuisisi perusahaan publik sedangkan 18 sampel lainnya (78.26%) mengakuisisi perusahaan swasta.

**Tabel 4.1 Statistik Deskriptif CAR Perusahaan Pengakuisisi Pada Akhir Event Window [-5,+5] Berdasarkan Jenis Perusahaan Target**  
*Descriptive Statistics*

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Private	18	-.3675	2.3179	.1045	.5764
Publik	5	-.2114	.1942	.01499	.1575
Valid N (listwise)	5				

Sumber: harga saham emiten, IHSG, laporan keuangan, dan diolah dengan SPSS 17



**Gambar 4.2 CAAR Perusahaan Pengakuisisi dengan Target Perusahaan Publik vs Perusahaan Swasta**

Sumber: Data diolah dari *Annual Report* BAPEPAM, PRPM, serta [www.yahoofinance.com](http://www.yahoofinance.com)

Menurut Fuller *et al.* (2002), secara umum hal ini disebabkan karena perusahaan *private* tidak dapat diperdagangkan semudah perusahaan publik yang kepemilikannya dapat diperdagangkan secara bebas di pasar modal. Kurangnya likuiditas ini menyebabkan investasi ke perusahaan *private* tidak semenarik

Universitas Indonesia

investasi ke perusahaan publik, sehingga harganya akan cenderung lebih murah dibandingkan perusahaan sejenis tetapi yang telah *go public*. Hal ini meminimalisir adanya risiko pembelian dengan harga yang *overvalued* sehingga investor cenderung lebih bereaksi positif pada pembelian perusahaan *private*.

#### 4.1.3 Pengaruh Metode Pembayaran Terhadap *Cumulative Abnormal Return (CAR)* Perusahaan Pengakuisisi

Terdapat dua macam metode pembayaran yang akan diteliti, yaitu metode pembayaran dengan kas dan pembayaran menggunakan saham. Sampel yang akan diteliti sebanyak 14, yaitu perusahaan-perusahaan yang melakukan akuisisi. Perusahaan yang melakukan merger tidak diteliti karena tidak memberikan pembayaran terhadap perusahaan yang akan bergabung ke dalam perusahaan yang *survive*. Dari 14 perusahaan, 13 diantaranya melakukan akuisisi menggunakan kas dan hanya 1 yang menggunakan saham.

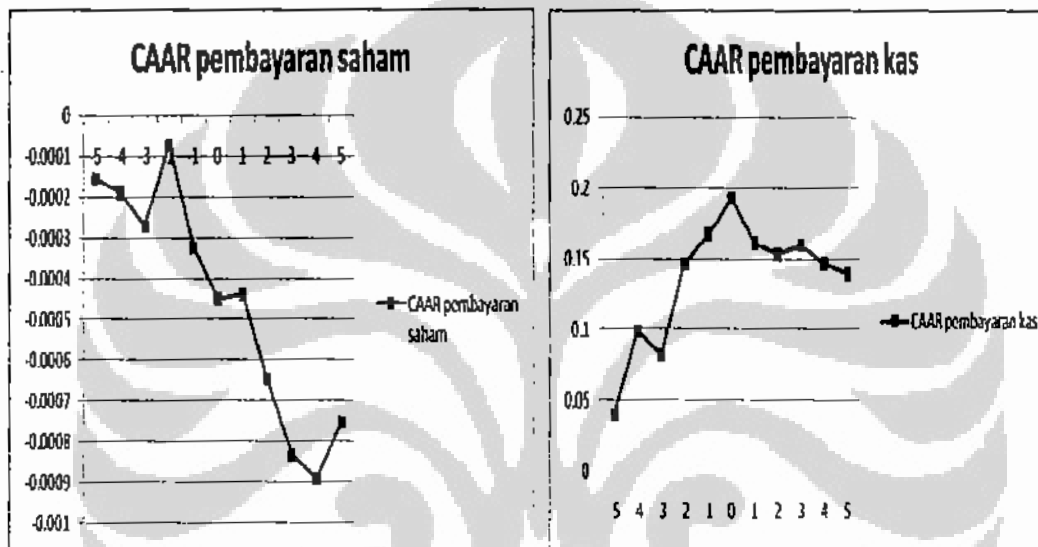
Dari Tabel 4.2 dan Gambar 4.3 dapat dilihat bahwa secara umum CAR perusahaan pengakuisisi yang melakukan pembayaran menggunakan kas lebih besar dari pembayaran dengan saham, dimana rata-rata CAR dengan saham pada akhir *event window* adalah -0.075%, dan rata-rata CAR menggunakan kas pada akhir *event window* adalah sebesar 13.9%.

Karena CAAR untuk tiap metode pembayaran mempunyai kisaran yang sangat jauh berbeda selama *event window*, maka grafik dibedakan sehingga pergerakannya dapat lebih terlihat. CAAR dengan pembayaran saham terus bergerak turun dari -0.016% pada awal *event window* hingga -0.076% pada akhir *event window*. Sedangkan CAAR dengan pembayaran *cash* bergerak naik dari awal *event window* (level 4.06%) hingga hari pengumuman (level 19.27%) dan mulai bergerak menurun hingga level 13.91% pada akhir *event window*. Secara keseluruhan CAAR dengan pembayaran *cash* lebih tinggi dari CAAR dengan pembayaran saham, walaupun kecenderungannya juga menurun setelah hari pengumuman sesuai dengan pergerakan CAAR secara agregat. Komposisi sampel yang sangat timpang juga tentu mempengaruhi hasil dimana hanya 1 sampel (7.14%) yang membayar dengan saham dan 14 lainnya (92.85%) dengan *cash*.

**Tabel 4.2 Statistik Deskriptif CAR Perusahaan Pengakuisisi Pada Akhir Event Window [-5,+5] Berdasarkan Metode Pembayaran**  
*Descriptive Statistics*

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Kas	14	-.3675	2.3179	.1391	.6479
Saham	1	-.0008	-.0008	-.0008	.
Valid N (listwise)	1				

Sumber: harga saham emiten, IHSIG, laporan keuangan, dan diolah dengan SPSS 17



**Gambar 4.3 CAAR Perusahaan Pengakuisisi dengan Metode pembayaran cash vs Saham**

Sumber: Data diolah dari *Annual Report* BAPEPAM, PRPM, serta yahoofinance

Fuller *et al.* (2002) serta Travlos (1987) memberikan hasil yang serupa dimana *return* saham perusahaan pengakuisisi lebih rendah di dalam akuisisi dengan pembayaran saham dibanding dengan menggunakan pembayaran uang tunai. Alasannya adalah pada umumnya penawaran menggunakan saham memperlihatkan penilaian dari perusahaan pengakuisisi terhadap sahamnya sendiri cenderung *overvalued* atau melebihi harga sewajarnya. Sehingga dapat dikatakan perusahaan target tidak dihargai dengan harga wajar. Hal ini membuat respon investor cenderung negatif dibandingkan dengan pembayaran menggunakan *cash* (Fuller *et al.*, 2002).

Universitas Indonesia



#### 4.1.4 Pengaruh Ukuran Relatif Perusahaan Target Terhadap *Cumulative Abnormal Return (CAR)* Perusahaan Pengakuisisi

Secara deskriptif, faktor ukuran relatif perusahaan target dapat dilihat dari Tabel 4.3. Kisaran yang cukup besar (198%) dengan minimum ukuran 2.86% dan maksimum 201% membuat analisis secara deskriptif harus membagi ukuran relatif perusahaan target dengan kisaran tertentu seperti yang telah dilakukan oleh Fuller *et al.* (2002). Selain emiten KOPI yang mengakuisisi target sebesar 2.01 kali lebih besar dari ukurannya sendiri, perusahaan lain umumnya mengakuisisi target yang lebih kecil dari ukurannya. Apabila sampel KOPI dihilangkan, rata-rata ukuran relatif perusahaan target yang diakuisisi adalah sebesar 15.34%. Emiten KOPI ingin mengakuisisi perusahaan yang lebih besar dari ukurannya dengan harapan perusahaan yang akan diakuisisi ini dapat menyelamatkan kondisi keuangan KOPI yang sedang buruk saat itu, dimana perdagangan sahamnya sempat dihentikan sementara oleh pihak Bursa Efek Indonesia karena ketidakjelasan kelangsungan perusahaan (Tempo, 2005).

**Tabel 4.3 Statistik Deskriptif untuk Faktor Ukuran Relatif Perusahaan Target**  
*Descriptive Statistics*

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CAR	14	-3.67450E-01	2.3179	.1291	.6489
SIZEp	14	8.2880E+09	1.13630E+14	1.0473E+13	2.9974E+13
SIZEt	14	.02860	2.01000	.2860143	.5189
Valid N (listwise)	14				

Sumber : harga saham emiten, IHSG, laporan keuangan, dan diolah dengan SPSS 17

Menurut Fuller *et al.* (2002), semakin besar ukuran relatif perusahaan target, maka akan semakin besar pula pengaruh terhadap CAR perusahaan pengakuisisi. Fuller *et al.* (2002) membagi kisaran ukuran relatif perusahaan target terhadap ukuran perusahaan pengakuisisi menjadi beberapa bagian untuk diteliti terhadap CAR perusahaan pengakuisisi, yaitu kisaran ukuran < 5%, 5% hingga 9.99%, 10% hingga 19.99%, dan > 20%. Dalam penelitian kali ini

Universitas Indonesia

pembagian didasarkan atas rujukan tersebut, dan perhitungan ukuran relatif perusahaan target dapat dilihat di Lampiran 1. Hanya saja untuk ukuran 10% hingga 19.99% hanya terdapat satu emiten, yaitu ABBA, sehingga pengelompokan ukuran sedikit dimodifikasi menjadi kisaran ukuran < 5%, 5% hingga 19.99%, dan > 20%, dimana emiten ABBA dimasukkan ke dalam kisaran 5% hingga 19.99%. Total sampel yang akan diteliti hanya perusahaan yang melakukan akuisisi, yaitu sebanyak 14 sampel.

**Tabel 4.4 Ukuran Relatif Perusahaan Target dan Pengaruhnya Terhadap CAR Perusahaan Pengakuisisi**

Ukuran Relatif Perusahaan Target	Jumlah Sampel	CAR Perusahaan Pengakuisisi
< 5%	5 (35.71% dari total sampel)	-1.89 %
5% - 19.99%	4 (28.57% dari total sampel)	5.94 %
≥ 20%	5 (35.71% dari total sampel)	33.29 %

Sumber: Data diolah dari *Annual Report* BAPEPAM, PRPM, laporan keuangan, serta [www.yahooofinance.com](http://www.yahooofinance.com)

Dapat dilihat dari Tabel 4.4 bahwa semakin besar ukuran relatif perusahaan target, maka reaksi investor akan semakin positif terhadap CAR. Investor mempercayai bahwa semakin besar ukuran relatif perusahaan target maka hal ini menunjukkan investasi positif dan tujuan sinergi akan tercapai. Tingkat signifikansi akan dilihat pada sub bab pengujian hipotesis menggunakan regresi berganda.

#### 4.1.5 Analisis Statistik Deskriptif Regresi Berganda Secara Keseluruhan

Secara keseluruhan, statistik deskriptif untuk regresi berganda dapat dilihat di Tabel 4.5. Total sampel yang mewakili keseluruhan variabel independen yang ingin diuji adalah 14 sampel.

**Tabel 4.5 Statistik Deskriptif untuk Regresi Berganda**  
*Descriptive Statistics*

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CAR	14	-3.67450E-01	2.31797	.1291014	.64892817
SIZE <sub>p</sub>	14	8.29E+09	1.14E+14	1.0473E+13	2.99742E+13
TYPE	14	.00000	1.00000	.7857143	.42581531
METHOD	14	.00000	1.00000	.9285714	.26726124
SIZE <sub>t</sub>	14	.02860	2.01000	.2860143	.51898578
Valid N (listwise)	14				

Sumber: Data diolah dari *Annual Report* BAPEPAM, jsx, PRPM, laporan keuangan, serta [www.yahooofinance.com](http://www.yahooofinance.com), diolah dengan SPSS 17

Variabel independen jenis target serta metode pembayaran merupakan variabel *dummy* sehingga nilai minimumnya adalah 0 dan nilai maksimumnya 1. Regresi berganda yang akan diuji adalah untuk melihat apakah faktor jenis perusahaan target, metode pembayaran, dan ukuran relatif perusahaan target mempengaruhi reaksi pasar yang terjadi pada periode peristiwa pengumuman merger dan akuisisi.

## 4.2 Pengujian Hipotesis

### 4.2.1 Hipotesis 1

Hipotesis 1 menduga bahwa pengumuman kegiatan akuisisi menghasilkan *abnormal return* positif bagi pemegang saham. Keseluruhan ringkasan mengenai uji ini ditampilkan pada Tabel 4.6. Kisaran *abnormal return* cukup kecil selama *event window* dan ternyata secara statistik tidaklah signifikan. Seperti yang tercantum dalam Tabel 4.6, investor tidak memperoleh *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman. Tidak satupun *abnormal return* signifikan secara statistik berdasarkan hasil olahan dengan menggunakan *software* SPSS 17.

Hasil pengujian signifikansi tersebut dilakukan dengan membandingkan nilai *t-Statistics* atau statistik hitung dengan *critical value* ( $t-\alpha$ ) pada level signifikansi 5%. Jika nilai *t-Statistics* >  $t-\alpha$  maka dapat disimpulkan bahwa *abnormal return* signifikan secara statistik.

Universitas Indonesia

Tabel 4.6 Analisis Signifikansi AAR Secara Agregat dengan *Event Window*

[-5,+5]

<i>Event Window</i>	AAR	t-stat	Sig
5	-0.01903	-1.496	No
4	-0.00186	-.156	No
3	0.00151	.174	No
2	0.00200	.336	No
1	-0.01727	-1.633	No
0	0.00757	.319	No
-1	0.00418	.307	No
-2	0.04039	1.102	No
-3	0.01275	.790	No
-4	0.03874	.855	No
-5	0.01604	.703	No

Keterangan: Uji Signifikansi dilakukan dengan uji *one tailed t-Statistics* pada *critical value* 1.717 pada level signifikansi 5%

Sumber: data harga saham emiten dan IHSG, diolah statistik dengan SPSS 17

Dengan demikian, hipotesis H1o bahwa rata-rata *abnormal return* untuk setiap tanggal di sekitar tanggal pengumuman adalah sama atau kurang dari nol diterima. Jadi, pengumuman tindakan merger dan akuisisi tidak memberikan *abnormal return* positif bagi pemegang saham di sekitar tanggal pengumuman. Hal ini berarti bahwa kejadian pengumuman merger dan akuisisi tidak mempunyai dampak yang signifikan bagi pemegang saham.

Beberapa perusahaan yang diteliti melakukan kegiatan akuisisi internal, yaitu emiten IATG-2, MYRX-1, ABBA dan UNSP-2. Sedangkan emiten yang melakukan merger dengan perusahaan yang masih satu grup adalah SRSN-1, IGAR, BATI, ADES, TOTO-2, SMSM, serta BNGA. Keseluruhan perusahaan yang melakukan merger atau akuisisi dengan perusahaan yang masih satu grup adalah sebesar 47.83% dari total keseluruhan sampel. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Conny (1995), bahwa kegiatan akuisisi di Indonesia seringkali mengarah ke praktek akuisisi internal, sehingga *abnormal return* yang dihasilkan cenderung menurun setelah tanggal pengumuman (Fidiasari, 2006). Hasil yang tidak signifikan kemungkinan disebabkan pengumuman merger dan akuisisi tidak mengandung informasi yang cukup untuk

Universitas Indonesia

dapat mempengaruhi investor dalam melakukan aktivitas investasinya (Helga dan Salamun, 2006).

#### 4.2.2 Hipotesis 2

Hipotesis 2 menguji apakah rata-rata *abnormal return* yang diterima investor mengalami peningkatan antara sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi. Hipotesis alternatif (H1a) menyatakan bahwa terjadi peningkatan *abnormal return* yang signifikan saat sesudah pengumuman dibandingkan sebelum pengumuman.

Secara rata-rata, antara sebelum dan sesudah pengumuman terjadi peningkatan *abnormal return*. Dari Lampiran 4 uji perbedaan rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman dengan *degree of freedom* (df) 22 dan pada level signifikansi 5% menghasilkan t statistik = 1.075, nilai ini lebih kecil dari  $t-\alpha = 1.717$ . Artinya nilai t statistik tersebut terdapat pada daerah penerimaan H0 (tolak H1a), sehingga dapat dikatakan tidak terdapat peningkatan yang signifikan pada saat sesudah pengumuman merger dan akuisisi dibandingkan dengan sebelum pengumuman. Hasil ini memperkuat uji hipotesis sebelumnya bahwa pengumuman merger dan akuisisi tidak memberikan pengaruh bagi investor, sehingga tidak terdapat kenaikan yang signifikan pada saat sesudah pengumuman.

Hasil yang tidak signifikan tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Helga dan Salamun (2006), Widyawirasari (2001), serta Cahyono (2006), bahwa investor meragukan peristiwa merger dan akuisisi dapat menghasilkan sinergi.

Menurut Helga dan Salamun (2006), kondisi pasar modal di Indonesia adalah *weak form efficiency*, dimana investor belum benar-benar memanfaatkan informasi yang dipublikasikan dalam proses pengambilan keputusan mereka. Dengan demikian kemungkinan hal inilah yang menyebabkan tidak terdapat peningkatan yang signifikan pada saat sesudah pengumuman merger dan akuisisi dibandingkan dengan sebelum pengumuman. Selain itu sampel-sampel yang digunakan adalah saham-saham yang kurang aktif diperdagangkan, sehingga kemungkinan reaksi pasar yang dihasilkan lemah.

Universitas Indonesia

### 4.2.3 Uji Regresi Berganda untuk Hipotesis 3, 4, dan 5

Analisis regresi berganda dalam penelitian ini digunakan untuk mengetahui apakah faktor jenis perusahaan target, metode pembayaran dan ukuran relatif perusahaan target mempengaruhi reaksi pasar yang terjadi pada periode peristiwa pengumuman merger dan akuisisi. Analisis ini dilakukan dengan menjadikan CAR sebagai variabel dependen dan variabel jenis perusahaan target (TYPE), metode pembayaran (METHOD), ukuran relatif perusahaan target (SIZEt) sebagai variabel-variabel independennya. Sebagai variabel kontrol digunakan ukuran perusahaan pengakuisisi (SIZEp).

Pada hipotesis ini, yang akan dilihat pertama kali adalah pengaruh dari variabel TYPE. Terdapat dua macam regresi yang akan dipakai untuk menguji variabel ini:

1. Regresi pertama memasukkan seluruh sampel, yaitu 23 sampel, dikarenakan baik perusahaan yang melakukan merger dan akuisisi mempunyai perusahaan target yang dapat diteliti.
2. Regresi kedua memasukkan hanya 14 sampel, dikarenakan regresi model ini juga memasukkan variabel-variabel independen lainnya yaitu metode pembayaran dan ukuran relatif perusahaan target yang hanya melibatkan perusahaan yang melakukan kegiatan akuisisi. Perusahaan yang melakukan merger tidak melakukan pembayaran, sehingga metode pembayaran dan ukuran relatif perusahaan target berdasarkan *market value* tidak dapat diteliti.

#### 4.2.3.1 Regresi 1

Data dari seluruh sampel (23 sampel) diregresikan menggunakan SPSS 17 untuk mengetahui pengaruh jenis perusahaan target terhadap CAR. Keseluruhan data dapat dilihat di Lampiran 5 dan hasil selengkapnya dari analisis regresi tersebut terlihat pada Lampiran 6.

Berdasarkan hasil regresi didapat nilai *adjusted R-square* sebesar -0.091 yang berarti bahwa model yang didapat tidak dapat menjelaskan variabel terikatnya. Dari uji statistik F yang dilakukan untuk mengetahui apakah secara bersama-sama variabel-variabel independen dalam persamaan regresi tersebut

memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel independennya didapat nilai F hitung sebesar 0.079 tetapi tidak signifikan karena memiliki signifikansi sebesar 0.925 yang berarti lebih besar daripada 0.05. Hasil ini menunjukkan bahwa secara nyata seluruh variabel bebas dalam model tersebut secara bersama-sama tidak dapat menjelaskan atau mempengaruhi variabel bebasnya.

Berdasarkan uji statistik t yang dilakukan untuk mengetahui apakah variabel-variabel independen secara parsial memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependennya, terlihat bahwa dari 2 variabel independen yang disertakan dalam regresi tidak terdapat satupun variabel independen yang terbukti secara statistik memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel independennya.

Melihat hasil di atas, maka analisis regresi dengan CAR sebagai variabel terikat dan 2 variabel bebas (ukuran perusahaan pengakuisisi dan jenis perusahaan target) dengan 23 sampel tidak dapat dilanjutkan karena model tersebut tidak memiliki kelayakan untuk dilakukan analisis lebih lanjut.

#### 4.2.3.2 Regresi 2

Karena regresi berganda 1 dengan seluruh sampel penelitian tidak menghasilkan suatu kesimpulan yang valid secara statistik, maka selanjutnya akan dilakukan analisis uji regresi berganda kedua dengan hanya menggunakan 14 sampel yang melakukan kegiatan akuisisi. Langkah-langkah yang dilakukan pada analisis regresi berganda dengan 14 sampel penelitian ini sama dengan langkah yang dilakukan pada analisis regresi berganda untuk semua sampel penelitian. Perbedaannya adalah dalam regresi ini ada 4 variabel independen yang akan dimasukkan, yaitu: 1) ukuran perusahaan pengakuisisi, 2) jenis perusahaan target (*dummy variable*), 3) metode pembayaran (*dummy variabel*), serta 4) ukuran relatif perusahaan target. Keseluruhan data dapat dilihat di Lampiran 7.

##### 4.2.3.2.1 *Goodness of Fit* Dari Regresi Berganda 2

Deskripsi statistik untuk model regresi ini dapat dilihat pada Tabel 4.5 pada sub bab sebelumnya, dan keseluruhan data dapat dilihat di Lampiran 7. Untuk *output* regresi 2 ini dapat dilihat di Lampiran 8. Berdasarkan hasil analisis regresi didapat nilai *adjusted R-Square* yang cukup besar yaitu 0.775, dimana nilai

Universitas Indonesia

*adjusted R-Square* ini menggambarkan kemampuan model untuk menjelaskan variabel terikatnya, dimana dalam hal ini model yang dihasilkan dapat menjelaskan 77.5% variabel terikatnya.

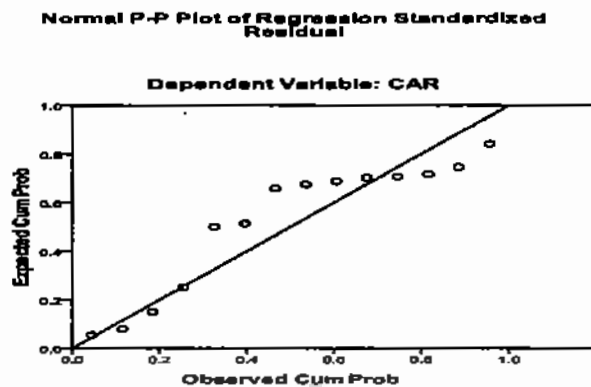
Uji statistik F dilakukan untuk mengetahui apakah secara bersama-sama variabel-variabel independen mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel independennya. Dalam Lampiran 8 terdapat hasil penggunaan analisis varian (ANOVA) atau *F-test* dimana didapat nilai F hitung sebesar 12,226 serta signifikan karena memiliki signifikansi sebesar 0,001 yang berarti lebih kecil dari 0,05. Hasil ini menunjukkan bahwa secara nyata seluruh variabel bebas dalam model tersebut secara bersama-sama dapat menjelaskan atau mempengaruhi variabel terikatnya. Untuk uji statistik variabel secara parsial (uji t) untuk mengetahui apakah variabel-variabel independen secara masing-masing atau parsial memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel terikatnya, akan dibahas secara terpisah dalam pembahasan hipotesis 3, 4 dan 5.

#### **4.2.3.2 Uji Asumsi Klasik**

Pertama-tama yang harus dilakukan adalah uji normalitas. Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal. Seperti diketahui bahwa uji t dan F mengasumsikan bahwa nilai residual mengikuti distribusi normal. Bila asumsi ini dilanggar maka uji statistik menjadi tidak valid untuk jumlah sampel kecil. Uji normalitas ini dapat dilihat dari grafik serta dari uji Kolmogorov-Smirnov (Ghozali, 2009). Gambar 4.4 menunjukkan grafik normalitas, dan uji Kolmogorov Smirnov dapat dilihat di Lampiran 9.

Dari Gambar 4.4 sekilas tidak terlihat apakah nilai residual mengikuti distribusi normal atau tidak. Untuk lebih jelasnya, dapat dilakukan juga uji statistik non-parametrik Kolmogorov-Smirnov pada Lampiran 9. Hasilnya menunjukkan bahwa nilai Kolmogorov-Smirnov adalah 0.975 dan signifikan pada 0.298 (lebih besar dari signifikansi 0.05), hal ini menunjukkan bahwa nilai residual mengikuti distribusi normal.





**Gambar 4.4 Grafik Normalitas**

Sumber: Diolah secara statistik dengan SPSS 17

Setelah uji normalitas, uji yang akan dilakukan adalah uji multikolinearitas. Uji ini dilakukan untuk mengetahui apakah terjadi saling korelasi antara variabel-variabel independen yang diteliti atau dengan kata lain terjadi hubungan linier diantara variabel-variabel independen dalam model regresi (Ghozali, 2009).

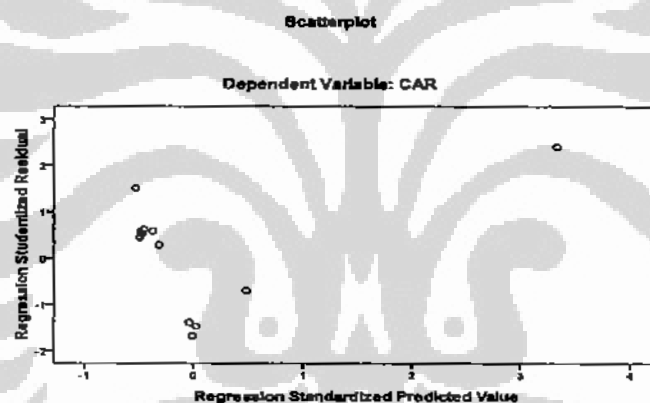
Kriteria pertama adalah melihat nilai VIF, dimana jika nilai VIF mendekati 1, maka berarti tidak terjadi multikolinearitas. Tetapi jika nilai VIF mendekati nilai 5, maka antar variabel-variabel independen tersebut terjadi multikolinearitas. Dari Lampiran 8 dapat dilihat bahwa nilai VIF tidak ada yang mendekati nilai 5, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat multikolinearitas.

Kriteria kedua adalah uji Korelasi Pearson. Uji ini dilakukan dengan melihat korelasi pearson melalui matriks korelasi. Jika terdapat angka korelasi antar variabel independen yang bernilai  $> 0,5$  maka terjadi permasalahan multikolinearitas (Ghozali, 2009). Dari Lampiran 10 dapat dilihat bahwa nilai koefisien korelasi antar variabel semuanya bernilai  $< 0,5$ . Hal ini membuktikan tidak terjadi multikolinearitas pada semua variabel independen. Hal ini juga menguatkan bukti tidak terjadinya multikolinearitas pada variabel-variabel independen sampel.

Selain nilai VIF dan uji Korelasi pearson, multikolinearitas dapat diuji dengan *Eigen Value* dan *Condition Index*. Multikolinearitas akan terjadi jika nilai *Eigen Value* mendekati angka nol, serta *Condition Index* melebihi nilai 15

(Ghozali, 2009). Dari Lampiran 11 terlihat bahwa tidak ada *Eigen Value* yang mendekati angka nol ataupun *Condition Index* yang melebihi 15, sehingga hal ini menguatkan bukti tidak terjadinya multikolinearitas.

Uji asumsi klasik terakhir yang akan diuji adalah heteroskedastisitas. Uji ini bertujuan menguji apakah dalam sebuah model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut homoskedastisitas dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas. Kebanyakan data *cross section* mengandung situasi heteroskedastisitas karena data ini menghimpun data yang mewakili berbagai ukuran (kecil, sedang, besar). Heteroskedastisitas dapat dilihat dari grafik plot *scatterplot*. Deteksi ada tidaknya heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada grafik *scatterplot* (Ghozali, 2009).



**Gambar 4.5 Grafik Uji Heteroskedastisitas**

Sumber: Diolah secara statistik dengan SPSS 17

Grafik *scatterplot* untuk uji kali ini dapat dilihat dari Gambar 4.5. Dari grafik tersebut dapat dilihat bahwa titik-titik menyebar secara acak serta tersebar baik di atas maupun di bawah angka nol pada sumbu Y. Hal ini dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi, sehingga model regresi layak dipakai untuk memprediksi CAR berdasarkan masukan variabel independen 1) *return* rata-rata IHSG selama *event window*, 2) jenis perusahaan target (*dummy variable*), 3) metode pembayaran (*dummy variabel*), serta 4) ukuran relatif perusahaan target.

Universitas Indonesia

#### 4.2.4 Hipotesis 3

Untuk menginterpretasi koefisien variabel bebas (independen) dapat dilihat dari nilai  $t$  dan signifikansi yang terdapat pada Lampiran 8. Untuk variabel independen TYPE, nilai  $t$  statistik yang diperoleh adalah 0.283, lebih kecil dari  $t$  tabel 1.717 pada level signifikansi 5% dan *degree of freedom* 13 (*t-test* dengan *one tailed test*). Selain itu dari nilai signifikansi didapatkan nilai 0.783, lebih besar dari 0.05, sehingga dapat dikatakan hipotesis nol ( $H_3o$ ) diterima (jenis perusahaan target tidak mempengaruhi *cumulative abnormal return* perusahaan pengakuisisi secara signifikan).

Walaupun secara statistik tidak signifikan, secara deskriptif CAR perusahaan pengakuisisi yang mengakuisisi perusahaan *private* lebih besar dari publik. Ketidaksinifikanan ini kemungkinan disebabkan karena sampel saham yang diteliti banyak yang kurang aktif diperdagangkan di BEI, sehingga ada kemungkinan pasar akan bereaksi secara lemah terhadap perbedaan jenis perusahaan target.

#### 4.2.5 Hipotesis 4

Untuk variabel independen METHOD, nilai  $t$  statistik yang diperoleh adalah -0.180, lebih kecil dari  $t$  tabel 1.717 pada level signifikansi 5% dan *degree of freedom* 13 (*t-test* dengan *one tailed test*). Selain itu dari nilai signifikansi didapatkan nilai 0.861, lebih besar dari 0.05, sehingga dapat dikatakan hipotesis 4 tidak diterima (metode pembayaran tidak mempengaruhi *cumulative abnormal return* perusahaan pengakuisisi secara signifikan).

Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Muktiyanto (2005), bahwa metode pembayaran tidak berpengaruh signifikan, tetapi kecenderungan pembiayaan dengan *cash* untuk akuisisi lebih berpeluang menghasilkan CAR yang positif. Pada metode pembayaran, hanya satu perusahaan yang melakukan akuisisi dengan pembayaran saham, yaitu ABBA, sedangkan perusahaan lain menggunakan *cash*. Kemungkinan hasil yang tidak signifikan ini karena saham ABBA tidak cukup mewakili banyak sampel dan saham ABBA juga kurang aktif diperdagangkan.

#### 4.2.6 Hipotesis 5

Untuk variabel independen SIZE<sub>t</sub>, nilai t statistik yang diperoleh adalah 6.874, lebih besar dari t tabel 1.771 pada level signifikansi 5% dan *degree of freedom* 13 (*t-test* dengan *one tailed test*). Selain itu dari nilai signifikansi didapatkan nilai 0.000, lebih kecil dari 0.05, sehingga dapat dikatakan hipotesis 5 diterima (semakin besar ukuran relatif perusahaan target berpengaruh secara positif signifikan kepada *cumulative abnormal return*).

Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Fuller *et al.* (2002), Muktiyanto (2005), serta Asquith *et al.* (1983). Investor mempercayai bahwa semakin besar ukuran relatif perusahaan target maka hal ini menunjukkan investasi positif dan tujuan sinergi akan tercapai (Fuller *et al.*, 2002).

Konstanta sebesar -0.217 menyatakan bahwa jika variabel independen dianggap konstan, maka rata-rata CAR akan bernilai -0.217 atau -21.7%. Koefisien regresi SIZE<sub>t</sub> sebesar 1.154 berarti bahwa setiap penambahan SIZE<sub>t</sub> sebesar 1 poin akan meningkatkan CAR sebesar 1.174 poin.

### 4.3 Analisis Sensitivitas

#### 4.3.1 Uji Signifikansi CAAR Selama *Event Window* [-5,+5]

Berdasarkan hipotesis 1, kisaran *abnormal return* cukup kecil selama *event window* dan ternyata secara statistik tidaklah signifikan. Investor tidak memperoleh *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman karena tidak satupun *abnormal return* signifikan secara statistik berdasarkan hasil olahan dengan menggunakan *software* SPSS 17.

Selain menguji *abnormal return*, *cumulative abnormal return* juga akan diuji signifikansinya untuk memperkuat hasil hipotesis 1. Jika setelah diuji hasilnya signifikan, maka hipotesis alternatif penelitian diterima, yang berarti bahwa peristiwa pengumuman kegiatan akuisisi memiliki dampak positif yang signifikan terhadap reaksi pasar. Keseluruhan ringkasan mengenai uji ini ditampilkan pada Tabel 4.7.

Setelah dilihat dari Tabel 4.7, tidak ada *cumulative abnormal return* yang signifikan selama *event window* [-5,+5]. Hal ini memperkuat hasil di hipotesis 1 bahwa investor tidak memperoleh *abnormal return* yang signifikan di sekitar

tanggal pengumuman. Dapat dikatakan bahwa pengumuman merger dan akuisisi tidak mempunyai dampak yang signifikan bagi pemegang saham.

**Tabel 4.7 Analisis Signifikansi CAAR Secara Agregat dengan *Event Window* [-5,+5]**

<i>Event Window</i>	CAAR	t-stat	Sig
5	0.08502	.796	No
4	0.10405	.913	No
3	0.10592	.915	No
2	0.10441	.871	No
1	0.10241	.836	No
0	0.11968	.914	No
-1	0.11211	1.014	No
-2	0.10793	1.067	No
-3	0.06754	.977	No
-4	0.05480	.826	No
-5	0.01606	.704	No

Keterangan: Uji Signifikansi dilakukan dengan uji *one tailed t-Statistics* pada *critical value* 1.717 pada level signifikansi 5%

Sumber: data harga saham emiten dan IHSG, diolah statistik dengan SPSS 17

#### 4.3.2 Uji Signifikansi CAAR antara Sebelum dan Sesudah Pengumuman Merger dan Akuisisi dengan *Event Window* [-5,+5]

Hipotesis 2 mendapatkan hasil bahwa *abnormal return* sesudah pengumuman merger dan akuisisi tidak mengalami peningkatan yang signifikan dibandingkan sebelum pengumuman. Untuk lebih memperkuat hasil hipotesis 2 ini, dilakukan uji signifikansi dengan membandingkan CAAR sebelum dengan sesudah pengumuman merger dan akuisisi. Hasil untuk uji ini ditunjukkan pada Lampiran 12.

Pengujian dilakukan dengan *two sample t-test (one tailed test)*. Secara rata-rata, *cumulative abnormal return* mengalami peningkatan antara sebelum dengan sesudah pengumuman. Dapat dilihat bahwa hasil *t-Statistic* sebesar -0.665, hasil ini lebih rendah dari *t* tabel dengan *degree of freedom* 22 dan level signifikansi 5% yaitu sebesar 1.717. Dapat dikatakan bahwa hasil uji ini tidak signifikan secara statistik. Sehingga dapat disimpulkan bahwa *cumulative*

*abnormal return* antara sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi tidak mengalami peningkatan yang signifikan, dan hasil ini memperkuat hasil di hipotesis 2.

#### **4.3.3 Pengujian Signifikansi *Abnormal Return* dan *Cumulative Abnormal Return* Selama *Event Window* dengan *Event Window* yang Diperpanjang Menjadi [-10,+10]**

Untuk menguji apakah terdapat kebocoran informasi dapat dilihat dengan menguji *abnormal return* dan *cumulative abnormal return* dengan periode yang diperpanjang. Periode yang diuji adalah selama *event window* [-10,+10]. Apabila terdapat *abnormal return* dan *cumulative abnormal return* yang signifikan seputar tanggal pengumuman dengan *event window* yang diperpanjang, maka dapat dikatakan terjadi kebocoran informasi pengumuman merger dan akuisisi (Helga dan Salamun, 2006). Hasil untuk uji signifikansi ini ditunjukkan pada Tabel 4.8.

Berdasarkan hasil di Tabel 4.8, tidak ada *abnormal return* maupun *cumulative abnormal return* yang signifikan seputar pengumuman merger dan akuisisi dengan *event window* [-10,+10]. Dapat dikatakan investor tidak bereaksi terhadap pengumuman merger dan akuisisi dengan periode yang diperpanjang hingga *event window* [-10,+10]. Selain itu dapat disimpulkan tidak terdapat kebocoran informasi karena selama 10 hari sebelum pengumuman merger dan akuisisi tidak ada reaksi yang signifikan.

#### **4.3.4 Uji Signifikansi *Abnormal Return* dan *Cumulative Abnormal Return* Antara Sebelum dan Sesudah Pengumuman Merger dan Akuisisi dengan *Event Window* [-10,+10]**

Selain uji signifikansi di seputar *event window*, uji signifikansi juga dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat kenaikan *abnormal return* dan *cumulative abnormal return* yang signifikan antara sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi selama *event window* [-10,+10]. Hasil uji signifikansi untuk *abnormal return* antara sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi dapat dilihat di Lampiran 13, dan untuk *cumulative abnormal*

return dapat dilihat di Lampiran 14. Grafik pergerakan AAR dan CAAR selama *event window* [-10,+10] dapat dilihat dari Lampiran 15.

**Tabel 4.8 Analisis Signifikansi AAR dan CAAR Secara Agregat dengan *Event Window* [-10,+10]**

<i>Event Window</i>	AAR	t-stat	Sig	CAAR	t-stat	Sig
10	-0.01202	-1.212	No	0.18738	.923	No
9	0.01427	.818	No	0.19940	.969	No
8	0.00213	.259	No	0.18512	.962	No
7	0.01594	.755	No	0.18300	.954	No
6	0.03228	1.462	No	0.16706	.971	No
5	-0.01908	-1.514	No	0.13478	.892	No
4	-0.00152	-.129	No	0.15386	.979	No
3	0.00145	.168	No	0.15538	.970	No
2	0.00174	.297	No	0.15393	.944	No
1	-0.01704	-1.639	No	0.15219	.918	No
0	0.00755	.320	No	0.16923	.971	No
-1	0.00421	.301	No	0.16168	1.047	No
-2	0.04055	1.103	No	0.15746	1.086	No
-3	0.01257	.787	No	0.11692	1.052	No
-4	0.03847	.846	No	0.10434	.939	No
-5	0.01615	.702	No	0.06587	.935	No
-6	0.04168	.945	No	0.04972	.999	No
-7	0.00244	.169	No	0.00804	.369	No
-8	0.00765	.598	No	0.00560	.261	No
-9	0.00586	.396	No	-0.00205	-.115	No
-10	-0.01202	-.767	No	-0.00792	-.763	No

Keterangan: Uji Signifikansi dilakukan dengan uji *one tailed t-Statistics* pada *critical value* 1.717 pada level signifikansi 5%

Sumber: data harga saham emiten dan IHSG, diolah statistik dengan SPSS 17

Nilai AAR mengalami penurunan antara sebelum dan sesudah pengumuman pada *event window* [-10,+10]. Nilai *t-Statistics* untuk perbandingan AAR sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi menghasilkan nilai 1.114, hasil ini lebih kecil dari  $t-\alpha$  1.717 dengan uji *t-test (one tailed test)* dengan *degree of freedom* 22. Sedangkan CAAR mengalami peningkatan antara sebelum dan sesudah pengumuman. Hanya saja nilai *t-Statistics* untuk perbandingan CAAR sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi menghasilkan nilai -0.902, hasil ini juga lebih kecil dari  $t-\alpha$  1.717 dengan uji *t-test (one tailed test)*

Universitas Indonesia

dengan *degree of freedom* 22. Karena itu dapat dikatakan *abnormal return* dan *cumulative abnormal return* tidak naik secara signifikan antara sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi dengan *event window* [-10,+10].

#### **4.3.5 Pengujian Signifikansi *Abnormal Return* dan *Cumulative Abnormal Return* Selama *Event Window* dengan *Event Window* yang Diperpanjang Menjadi [-20,+20]**

Pengujian dilakukan juga untuk *event window* yang diperpanjang menjadi [-20,+20]. Pengujian ini dilakukan untuk melihat apakah terjadi kebocoran informasi pengumuman merger dan akuisisi (Helga dan Salamun, 2006). Hasil untuk uji signifikansi ini ditunjukkan pada Tabel 4.9.

Dari Tabel 4.9 dapat dilihat bahwa hingga *event window* yang diperpanjang menjadi [-20,+20] tidak terlihat adanya *abnormal return* maupun *cumulative abnormal return* yang signifikan. Hal ini membuktikan bahwa memang tidak terdapat kebocoran informasi pengumuman merger dan akuisisi.

#### **4.3.6 Uji Signifikansi *Abnormal Return* dan *Cumulative Abnormal Return* Antara Sebelum dan Sesudah Pengumuman Merger dan Akuisisi dengan *Event Window* [-20,+20]**

Uji signifikansi untuk mengetahui apakah terdapat kenaikan *abnormal return* dan *cumulative abnormal return* yang signifikan antara sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi selama *event window* [-20,+20] juga dilakukan sebagai pelengkap uji di seputar *event window* [-20,+20]. Hasil uji signifikansi untuk *abnormal return* antara sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi dapat dilihat di Lampiran 16, dan untuk *cumulative abnormal return* dapat dilihat di Lampiran 17. Grafik pergerakan AAR dan CAAR selama *event window* [-20,+20] dapat dilihat dari Lampiran 15.



**Tabel 4.9 Analisis Signifikansi AAR dan CAAR Secara Agregat dengan Event Window [-20,+20]**

Event Window	AAR	t-stat	Sig	CAAR	t-stat	Sig
20	-0.02182	-1.182	No	0.09705	.482	No
19	-0.00237	-.225	No	0.11887	.593	No
18	0.00417	.550	No	0.12124	.607	No
17	-0.00637	-1.355	No	0.11707	.587	No
16	0.00465	.416	No	0.12345	.621	No
15	-0.01637	-1.539	No	0.11879	.587	No
14	-0.00937	-1.059	No	0.13517	.649	No
13	-0.00400	-.758	No	0.14453	.714	No
12	0.00725	.930	No	0.14853	.728	No
11	-0.01270	-2.210	No	0.14128	.698	No
10	-0.01206	-1.211	No	0.15398	.750	No
9	0.01397	.800	No	0.16604	.800	No
8	0.00208	.255	No	0.15207	.783	No
7	0.01570	.744	No	0.14999	.773	No
6	0.03192	1.445	No	0.13429	.771	No
5	-0.01903	-1.520	No	0.10236	.669	No
4	-0.00204	-.172	No	0.12139	.758	No
3	0.00134	.156	No	0.12343	.756	No
2	0.00162	.277	No	0.12209	.734	No
1	-0.01713	-1.648	No	0.12047	.713	No
0	0.00760	.322	No	0.13760	.777	No
-1	0.00386	.277	No	0.13000	.828	No
-2	0.04050	1.101	No	0.12614	.853	No
-3	0.01255	.791	No	0.08564	.749	No
-4	0.03896	.857	No	0.07309	.639	No
-5	0.01663	.724	No	0.03413	.460	No
-6	0.04205	.954	No	0.01750	.327	No
-7	0.00237	.164	No	-0.02454	-.879	No
-8	0.00719	.561	No	-0.02691	-.861	No
-9	0.00528	.357	No	-0.03410	-1.130	No
-10	-0.00849	-.815	No	-0.03938	-1.424	No
-11	-0.00467	-.423	No	-0.03089	-1.177	No
-12	-0.00183	-.176	No	-0.02622	-1.166	No
-13	-0.01492	-1.728	No	-0.02439	-1.171	No
-14	-0.00054	-.101	No	-0.00947	-.487	No
-15	0.00814	.803	No	-0.00894	-.513	No
-16	0.01226	.569	No	-0.01708	-.967	No
-17	-0.02303	-1.735	No	-0.02934	-2.180	No
-18	0.00808	.606	No	-0.00631	-.472	No
-19	-0.00685	-.945	No	-0.01439	-1.622	No
-20	-0.00759	-1.215	No	-0.00754	-1.206	No

Keterangan: Uji Signifikansi dilakukan dengan uji *one tailed t-Statistics* pada *critical value* 1.717 pada level signifikansi 5%

Sumber: data harga saham emiten dan IHSG, diolah statistik dengan SPSS 17

Universitas Indonesia

AAR pada *event window* [-20,+20] mengalami penurunan dari -0.759% menjadi -2.18%. Nilai *t-Statistics* untuk perbandingan AAR sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi juga menghasilkan nilai 1.224, hasil ini lebih kecil dari  $t-\alpha$  1.717 dengan uji *two sample t-test (one tailed test)* dengan *degree of freedom* 22. CAAR pada *event window* [-20,+20] mengalami kenaikan. Tetapi secara statistik dapat dilihat bahwa nilai *t-Statistics* untuk perbandingan CAAR sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi menghasilkan nilai -0.780, hasil ini juga lebih kecil dari  $t-\alpha$  1.717 dengan uji *two sample t-test (one tailed test)* dengan *degree of freedom* 22. Karena itu dapat dikatakan *abnormal return* dan *cumulative abnormal return* tidak naik secara signifikan antara sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi dengan *event window* [-20,+20].

Keseluruhan hasil baik dari *event window* [-5,+5] hingga [-20,+20] menunjukkan hasil yang sama, yaitu tidak ada *abnormal return* dan *cumulative abnormal return* yang signifikan di seputar tanggal pengumuman maupun antara sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi. Dari keseluruhan hasil ini dapat dikatakan investor tidak memberikan reaksi terhadap pengumuman merger dan akuisisi dan tidak terdapat kebocoran informasi.

## BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN

### 5.1 Kesimpulan

Kesimpulan yang dapat ditarik dari hasil analisis terhadap penelitian mengenai pengaruh pengumuman merger dan akuisisi dan faktor-faktor lainnya terhadap *return* saham perusahaan pengakuisisi di Bursa Efek Indonesia selama periode 2000 sampai dengan 2008 adalah:

1. Secara keseluruhan *abnormal return* yang dihasilkan selama *event window* [-5,+5] menurun sampai akhir *event window* hingga mencapai *abnormal return* yang negatif. Selain itu *cumulative abnormal return* juga mengalami penurunan setelah *event date*, sehingga dapat disimpulkan pengumuman merger dan akuisisi tidak memberikan peningkatan kesejahteraan investor secara keseluruhan.
2. Pada hari-hari di sekitar tanggal pengumuman merger dan akuisisi (*event window* [-5, +5]), pemegang saham perusahaan pengakuisisi tidak dapat menikmati *abnormal return* maupun *cumulative abnormal return* yang signifikan sebagai dampak dari pengumuman tersebut. Kesimpulan ini diperkuat dengan tidak terdapatnya perbedaan yang signifikan antara *abnormal return* maupun *cumulative abnormal return* sebelum tanggal pengumuman merger dan akuisisi dengan setelah tanggal pengumuman. Selain itu uji sensitivitas dengan *event window* [-10,+10] dan [-20,+20] juga tidak menunjukkan adanya *abnormal return* maupun *cumulative abnormal return* yang signifikan, baik selama *event window* maupun pengujian perbedaan antara sebelum dengan sesudah *event date*. Dapat dikatakan tidak ada kebocoran informasi, dan hal ini menunjukkan bahwa investor meragukan peristiwa merger dan akuisisi dapat menghasilkan sinergi.
3. Jenis perusahaan target tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *cumulative abnormal return* perusahaan pengakuisisi. Secara deskriptif, *cumulative abnormal return* perusahaan pengakuisisi yang mengakuisisi perusahaan *private* lebih besar dari yang mengakuisisi perusahaan publik. Ketidaksignifikanan ini kemungkinan disebabkan karena sampel saham yang diteliti banyak yang kurang aktif diperdagangkan di BEI, sehingga

ada kemungkinan pasar akan bereaksi secara lemah terhadap perbedaan jenis perusahaan target. Metode pembayaran tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *cumulative abnormal return* perusahaan pengakuisisi, walaupun secara deskriptif, *cumulative abnormal return* perusahaan pengakuisisi yang menggunakan *cash* lebih besar dibandingkan yang menggunakan saham. Emiten yang menggunakan pembayaran dengan saham hanya ABBA. Hasil yang tidak signifikan ini kemungkinan disebabkan karena saham ABBA tidak cukup mewakili banyak sampel dan saham ABBA juga kurang aktif diperdagangkan. Ukuran perusahaan target berpengaruh secara signifikan terhadap *cumulative abnormal return* perusahaan pengakuisisi. Dari hasil ini dapat dikatakan investor mempercayai bahwa semakin besar ukuran perusahaan target, akan semakin menghasilkan sinergi dan meningkatkan *value* perusahaan pengakuisisi.

## 5.2 Saran untuk Penelitian Selanjutnya

1. Sebaiknya penelitian selanjutnya dapat menggunakan sampel-sampel dari pasar modal luar negeri sehingga dapat dibandingkan aktivitasnya dengan di Indonesia.
2. Penelitian selanjutnya sebaiknya memperbanyak faktor-faktor yang dapat diteliti dalam model regresi agar *confounding effect* dapat lebih diminimalisir. Faktor-faktor yang dapat ditambahkan antara lain jumlah peminat yang akan mengakuisisi, adanya *insider trading* atau tidak, serta bentuk akuisisi itu sendiri berupa *friendly* atau *hostile takeover*, dimana informasi-informasi tersebut membutuhkan penelitian lebih mendalam tidak hanya dari informasi yang tersedia di publik seperti dari laporan keuangan (Muktiyanto, 2005).

## 5.3 Saran untuk Investor

1. Sebaiknya investor selalu memantau informasi publik yang dikeluarkan emiten sehubungan dengan aksi korporasi yang mereka lakukan, terutama dalam hal investasi seperti kegiatan akuisisi. Bila emiten mengakuisisi perusahaan target menggunakan *cash* dan jenis perusahaan target adalah perusahaan *private*, akan lebih memungkinkan dalam memberi *cumulative*

*abnormal return* positif terutama untuk saham-saham yang aktif diperdagangkan.

2. Investor dapat menganalisis terlebih dahulu ukuran perusahaan target dalam aksi korporasi akuisisi. Semakin besar ukuran perusahaan target, akan lebih memungkinkan dalam menghasilkan *cumulative abnormal return* positif. Dalam penelitian ini, ukuran target  $\geq 5\%$  sudah menghasilkan *cumulative abnormal return* yang positif dan akan semakin besar dengan ukuran yang bertambah.



**Universitas Indonesia**

## DAFTAR REFERENSI

- Andrade, G., Mark M., dan Erik Stafford. (1990). New evidence and perspectives on mergers. Di dalam Weston, J.F., Mark L.M., dan J. Harold Mulherin. (2001). *Takeovers, restructuring, and corporate governance*. New Jersey: Prentice Hall.
- Asquith, P., Robert F.B., dan David W.M.Jr. (1983). The gains to bidding firms from merger. Di dalam Fuller, K., Jeffrey Netter, dan Mike S. (2002). What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions. *The Journal of Finance*, Vol. 57, No. 4 (August, 2002), hal. 1762-1793.
- Asquith, P., Robert F.B., dan David W.M.Jr. (1990). Merger returns and the form of financing. Di dalam Weston, J.F., Mark L.M., dan J. Harold Mulherin. (2001). *Takeovers, restructuring, and corporate governance*. New Jersey: Prentice Hall.
- Bapepam, Peraturan Bapepam No. IX.F.1 tentang Penawaran tender, [www.bapepam.go.id](http://www.bapepam.go.id), 2 November 2006.
- Bapepam, Peraturan Bapepam No. IX.G.1 tentang Penggabungan usaha atau peleburan usaha perusahaan publik atas emiten, [www.bapepam.go.id](http://www.bapepam.go.id), 2 November 2006.
- Bapepam, Peraturan Bapepam No. IX.H.1 tentang Pengambilalihan perusahaan terbuka, [www.bapepam.go.id](http://www.bapepam.go.id), 2 November 2006.
- Bodie, Z., Alex Kane, dan Alan J. Marcus. (2008). *Investment, 9<sup>th</sup> edition*. New York: McGraw Hill.
- Cahyono, Irwan Landung. (2006). Karya Akhir: Pengaruh tindakan merger dan akuisisi terhadap *abnormal return* saham perusahaan pengakuisisi: *Event study* pada BEJ dalam periode tahun 2001-2005. Jakarta: MM-FEUI.
- Cakiki, H.C. dan Tandon K. (1996). Foreign acquisitions in the United States: Effect on shareholder wealth of foreign acquiring firm. *Journal of Banking and Finance*, Vol 2, No. 20, hal. 557-568.
- Conny, T.R. (1995), Dampak akuisisi terhadap kemakmuran pemegang saham ; Perbandingan akuisisi eksternal dan internal. Di dalam Fidiasari, Evi. (2006). Karya Akhir: Pengaruh pengumuman akuisisi terhadap *return* saham perusahaan target akuisisi (*event study* pada Bursa Efek Jakarta tahun 2002 – 2006). Jakarta: MM-FEUI.

- Gujarati, Damodar. (2003). *Basic econometrics, 4<sup>th</sup> edition*. New York: McGraw Hill.
- Farlianto. (1996). Karya Akhir: Pengaruh akuisisi terhadap kinerja saham *bidder firms* di Bursa Efek Jakarta. Yogyakarta: Pascasarjana UGM.
- Foster, G. (1986). *Financial statement analysis, 2<sup>nd</sup> edition*. New Jersey: Prentice Hall.
- Fuller, K., Jeffry Netter, dan Mike S. (2002). What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions. *The Journal of Finance*, Vol. 57, No. 4 (August, 2002), hal. 1762-1793.
- Ghozali, Imam. (2009). *Aplikasi analisis multivariate dengan program SPSS, cetakan 4*. Semarang: Bdan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gurendrawati, E. (1997). Karya Akhir: Studi empiris tentang pengaruh pemilihan metode akuntansi untuk merger dan akuisisi terhadap volume perdagangan saham perusahaan publik Indonesia. Yogyakarta: Pascasarjana UGM.
- Hansen, R.G., dan John Lott. (1996). Externalities and corporate objectives in a world with diversified shareholders/consumers. Di dalam Fuller, K., Jeffry Netter, dan Mike S. (2002). What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions. *The Journal of Finance*, Vol. 57, No. 4 (August, 2002), hal. 1762-1793.
- Helga, L., dan Suyono Salamun. (2006). Pengaruh pengumuman merger dan akuisisi terhadap *return* saham pengakuisisi di Bursa Efek Jakarta pada Tahun 2000-2002. *Jurnal Telaah Manajemen*, Vol 1/Mei/2006, hal. 27-46.
- Hornby, A.S. (2000). *Oxford advances learner's dictionary of current English, 6<sup>th</sup> edition*. New York: Oxford University Press.
- Kritzman, M.P. (1994). What practitioners need to know about event studies. *Financial Analysts Journal*, Vol. 50, No. 6 (Nov. - Dec., 1994), hal. 17-20.
- Levin, R.I., dan David S. Rubin. (1998). *Statistics for management, 7<sup>th</sup> edition*. New Jersey: Prentice Hall.
- Limmack, R.J. (1991). Corporate mergers and shareholders wealth effect: 1977-1986. *Accounting Business and Research*, Vol. 21, hal. 239-251.
- Mackinlay, A.C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, No. 1 (March, 1997), hal. 13-39.

- McWilliams, A., dan Donald Siegel. (1997). Event studies in management research: Theoretical and empirical issues. *The Academy of Management Journal*, Vol. 40, No. 3 (June, 1997), hal. 626-657.
- Moin, Abdul. (2007). *Merger, akuisisi, & divestasi*. Yogyakarta: Penerbit Ekonisia
- Muktiyanto, Ali. (2005). Pengaruh faktor-faktor akuisisi terhadap *abnormal return* (studi pada perusahaan akuisitor di BEJ antara tahun 1992 sampai 1997). *Jurnal Siasat Bisnis*, Vol. 1, No. 10, hal. 57-72.
- Pusat Referensi Pasar Modal. (2009). Perkembangan akuisisi perusahaan *go public* di Indonesia pada tahun 2000-2008. Jakarta: PRPM.
- Rhoades, S.A. (1994). A summary of merger performance studies in banking, 1980-93, and an assessment of the "operating performance" and "event study" methodologies. *Federal Reserve Board-Staff Study* (July, 1994).
- Ross, Westerfield, Jaffe, dan Jordan. (2008). *Modern financial management, 8<sup>th</sup> edition*. New York: McGraw-Hill.
- Servaes, H. (1991). Tobin's Q and the gains from takeovers. Di dalam Weston, J.F., Mark L.M., dan J. Harold Mulherin. (2001). *Takeovers, restructuring, and corporate governance*. New Jersey: Prentice Hall.
- Shinn, E.W. (1999). Returns to acquiring firms: The role of managerial ownership, managerial wealth, and outside owners. *Journal of Economic and Finance*, Vol. 23, hal. 78-79.
- Tempo Interaktif Bisnis. (10 Januari 2005). Rencana akuisisi kopitime masih terganjal *suspend*. 10 Januari 2005. <http://www.tempointeraktif.com/hg/ekbis/2005/01/10/brk.20050110-26.id.html>
- Travlos, N.G. (1987). Corporate takeover bids, methods of payment, and bidding firms' stock returns. Di dalam Weston, J.F., Mark L.M., dan J. Harold Mulherin. (2004). *Takeovers, restructuring, and corporate governance*. New Jersey: Prentice Hall.
- Weston, J.F., Mark L.M., dan J. Harold Mulherin. (2004). *Takeovers, restructuring, and corporate governance*. New Jersey: Prentice Hall.
- Widyawirasari, Astriana. (2001). Karya Akhir: Pengaruh pengumuman akuisisi terhadap *return* saham perusahaan pengakuisisi (*event study* perusahaan *go public* di BEJ). Jakarta: MM-FEUI.



Lampiran 1. Data *Market Value* Perusahaan Pengakuissi, *Market Value* Perusahaan Target, dan Ukuran Relatif Perusahaan Target

Tahun	Kode	Jumlah Saham yang Beredar	Rata-Rata Harga Saham Penutupan Selama 25 Hari Kerja (A.P.)	<i>Market Value</i> Perusahaan Pengakuissi atau Ukuran Perusahaan Pengakuissi (SIZE <sub>P</sub> )	<i>Market Value</i> Perusahaan Target (MV <sub>T</sub> )	Ukuran Relatif Perusahaan Target (Size <sub>T</sub> )
2002	IATG-2	801,672,250	Rp 616.0	Rp 493,830,106,000	Rp 38,800,000,000	7.86%
	SRSN-1	2,200,000,000	Rp 93.5	Rp 205,700,000,000	-	-
	TIRT-2	624,000,000	Rp 126.2	Rp 78,748,800,000	Rp 3,480,000,000	4.42%
2003	JTPE	350,000,000	Rp 429.6	Rp 150,360,000,000	Rp 14,900,000,000	9.91%
	MYRX-1	6,335,398,043	Rp 38.8	Rp 245,813,444,100	Rp 70,000,000,000	28.48%
	IGAR	1,050,000,000	Rp 142.2	Rp 149,310,000,000	-	-
2004	ABBA	1,152,000,000	Rp 275.0	Rp 316,800,000,000	Rp 40,000,000,000	12.63%
2005	DUTI	1,387,500,000	Rp 1,102.4	Rp 1,529,580,000,000	Rp 51,500,000,000	3.37%
	UNSP-1	2,331,000,000	Rp 381.4	Rp 889,043,400,000	Rp 50,000,000,000	5.62%
	MEDC	3,108,854,450	Rp 3,368.0	Rp 10,470,621,790,000	Rp 299,132,000,000	2.86%
	INPC	9,687,500,000	Rp 140.6	Rp 1,362,062,500,000	-	-
	BATI	66,000,000	Rp 8,536.0	Rp 563,376,000,000	-	-
	KOPI	560,000,000	Rp 14.80	Rp 8,288,000,000	Rp 16,700,000,000	201.50%
	SRSN-2	6,020,000,000	Rp 42.7	Rp 257,054,000,000	-	-
2006	ADES	149,720,000	Rp 1459.2	Rp 218,471,424,000	-	-
	TOTO-2	49,536,000	Rp 5684	Rp 281,562,624,000	-	-
	SMSM	1,439,668,860	Rp 260.2	Rp 374,601,837,400	-	-
2007	AITG-3	899,973,500	Rp 187.00	Rp 168,295,044,500	Rp 50,800,000,000	30.19%
	UNSP-2	3,787,875,000	Rp 1637.60	Rp 6,203,024,100,000	Rp 260,000,000,000	4.19%
2008	BNGA	7,824,606,720	Rp 974	Rp 7,621,166,945,000	-	-
	LCGP	1,407,500,000	Rp 77.12	Rp 108,546,400,000	Rp 58,667,982,760	54.05%
	BUMI-4	19,404,000,000	Rp 5,856.00	Rp 113,629,824,000,000	Rp 5,097,130,000,000	4.49%
	INDF	8,780,426,500	Rp 1,404.40	Rp 12,331,230,980,000	Rp 3,893,260,000,000	31.57%

Lampiran 2. Data Perhitungan *Abnormal Return*

Emiten	Koefisien $\alpha$	Koefisien $\beta$	Event Window	$R_{mt}$	Expected Return	Actual Return	Abnormal Return
IATG-2	-0.00002	0.20316	5	0.00781	0.00156	0.04001	0.03845
	-0.00002	0.20316	4	0.01130	0.00227	0.04166	0.03939
	-0.00002	0.20316	3	-0.01075	-0.00221	0.00000	0.00221
	-0.00002	0.20316	2	0.02350	0.00475	0.00000	-0.00475
	-0.00002	0.20316	1	-0.00856	-0.00176	0.00000	0.00176
	-0.00002	0.20316	0	-0.00996	-0.00205	0.00000	0.00205
	-0.00002	0.20316	-1	-0.00005	-0.00003	0.00000	0.00003
	-0.00002	0.20316	-2	-0.01470	-0.00301	-0.04000	-0.03699
	-0.00002	0.20316	-3	-0.02334	-0.00476	0.04166	0.04643
	-0.00002	0.20316	-4	0.03430	0.00695	0.00000	-0.00695
SRSN-1	-0.00002	0.20316	-5	0.00569	0.00113	0.04348	0.04234
	-0.00300	1.20323	5	-0.00699	-0.01141	-0.04545	-0.03404
	-0.00300	1.20323	4	0.00523	0.00330	0.15789	0.15460
	-0.00300	1.20323	3	0.00941	0.00833	0.05556	0.04723
	-0.00300	1.20323	2	-0.00785	-0.01244	0.00000	0.01244
	-0.00300	1.20323	1	0.00812	0.00677	0.05882	0.05206
	-0.00300	1.20323	0	0.00931	0.00821	-0.10526	-0.11347
	-0.00300	1.20323	-1	0.00124	-0.00151	0.00000	0.00151
	-0.00300	1.20323	-2	0.01559	0.01576	-0.05000	-0.06576
	-0.00300	1.20323	-3	-0.02611	-0.03442	0.17647	0.21089
TIRT-2	-0.00300	1.20323	-4	-0.00850	-0.01323	0.13333	0.14656
	-0.00300	1.20323	-5	0.00061	-0.00227	-0.11765	-0.11538
	-0.00135	0.96418	5	-0.01887	-0.01954	0.00000	0.01954
	-0.00135	0.96418	4	0.01656	0.01462	0.00000	-0.01462
	-0.00135	0.96418	3	-0.00185	-0.00314	0.00000	0.00314
	-0.00135	0.96418	2	-0.01677	-0.01752	0.00000	0.01752
	-0.00135	0.96418	1	-0.00451	-0.00570	0.00000	0.00570
	-0.00135	0.96418	0	0.00182	0.00040	0.00000	-0.00040
	-0.00135	0.96418	-1	-0.00216	-0.00344	0.04349	0.04693
	-0.00135	0.96418	-2	0.00577	0.00422	-0.11541	-0.11963
JTPE	-0.00135	0.96418	-3	0.00159	0.00018	0.04001	0.03983
	-0.00135	0.96418	-4	0.01589	0.01397	0.00000	-0.01397
	-0.00135	0.96418	-5	-0.02221	-0.02277	0.00000	0.02277
	0.00258	0.27182	5	-0.00844	0.00028	0.00000	-0.00028
	0.00258	0.27182	4	0.00348	0.00352	0.04705	0.04353
	0.00258	0.27182	3	-0.00379	0.00155	0.01191	0.01036
	0.00258	0.27182	2	-0.01064	-0.00031	-0.01177	-0.01145
	0.00258	0.27182	1	-0.00959	-0.00003	-0.07607	-0.07605
	0.00258	0.27182	0	-0.00473	0.00129	0.03370	0.03241
	0.00258	0.27182	-1	0.01489	0.00663	0.04705	0.04043
MYRX-1	0.00258	0.27182	-2	0.01495	0.00664	0.03660	0.02996
	0.00258	0.27182	-3	-0.01325	-0.00102	0.01235	0.01338
	0.00258	0.27182	-4	-0.00363	0.00159	0.00000	-0.00159
	0.00258	0.27182	-5	0.00524	0.00400	0.00000	-0.00400
	0.00869	1.29460	5	0.01013	0.02181	0.14286	0.12105
	0.00869	1.29460	4	0.02488	0.04090	-0.12500	-0.16590

Universitas Indonesia

Emiten	Koefisien $\alpha$	Koefisien $\beta$	Event Window	$R_{m,t}$	Expected Return	Actual Return	Abnormal Return
	0.00869	1.29460	3	-0.00969	-0.00385	0.14286	0.14670
	0.00869	1.29460	2	0.00297	0.01254	0.00000	-0.01254
	0.00869	1.29460	1	0.01504	0.02816	0.00000	-0.02816
	0.00869	1.29460	0	0.03077	0.04853	0.00000	-0.04853
	0.00869	1.29460	-1	-0.00947	-0.00357	-0.12500	-0.12143
	0.00869	1.29460	-2	-0.02271	-0.02071	0.14286	0.16357
	0.00869	1.29460	-3	-0.00567	0.00135	-0.22222	-0.22357
	0.00869	1.29460	-4	0.01118	0.02317	-0.18182	-0.20498
	0.00869	1.29460	-5	-0.01161	-0.00634	0.00000	0.00634
IGAR	0.00105	1.51929	5	-0.00636	-0.00860	-0.07405	-0.06545
	0.00105	1.51929	4	-0.00329	-0.00394	0.03840	0.04234
	0.00105	1.51929	3	-0.00418	-0.00529	-0.07140	-0.06611
	0.00105	1.51929	2	-0.00700	-0.00957	0.03707	0.04665
	0.00105	1.51929	1	-0.00844	-0.01176	-0.03575	-0.02398
	0.00105	1.51929	0	0.00348	0.00634	0.00000	-0.00634
	0.00105	1.51929	-1	-0.00379	-0.00470	0.03707	0.04177
	0.00105	1.51929	-2	-0.01064	-0.01511	-0.06902	-0.05391
	0.00105	1.51929	-3	-0.00959	-0.01352	0.00000	0.01352
	0.00105	1.51929	-4	-0.00473	-0.00614	-0.03328	-0.02714
	0.00105	1.51929	-5	0.01489	0.02368	0.00000	-0.02368
ABBA	0.00008	-0.02463	5	0.00891	-0.00014	0.00000	0.00014
	0.00008	-0.02463	4	0.00094	0.00006	0.00000	-0.00006
	0.00008	-0.02463	3	-0.00423	0.00019	0.00000	-0.00019
	0.00008	-0.02463	2	-0.00517	0.00021	0.00000	-0.00021
	0.00008	-0.02463	1	0.00375	-0.00001	0.00000	0.00001
	0.00008	-0.02463	0	-0.00180	0.00013	0.00000	-0.00013
	0.00008	-0.02463	-1	-0.00683	0.00025	0.00000	-0.00025
	0.00008	-0.02463	-2	0.01133	-0.00020	0.00000	0.00020
	0.00008	-0.02463	-3	0.00000	0.00008	0.00000	-0.00008
	0.00008	-0.02463	-4	0.00193	0.00003	0.00000	-0.00003
	0.00008	-0.02463	-5	-0.00298	0.00016	0.00000	-0.00016
DUTI	0.00200	1.03021	5	0.00334	0.00544	0.00000	-0.00544
	0.00200	1.03021	4	0.00326	0.00536	0.00000	-0.00536
	0.00200	1.03021	3	0.00503	0.00718	0.01754	0.01036
	0.00200	1.03021	2	0.01162	0.01396	0.00000	-0.01396
	0.00200	1.03021	1	0.00195	0.00401	0.01785	0.01385
	0.00200	1.03021	0	-0.00842	-0.00667	-0.01754	-0.01087
	0.00200	1.03021	-1	-0.01181	-0.01017	0.00000	0.01017
	0.00200	1.03021	-2	-0.00677	-0.00498	-0.01724	-0.01226
	0.00200	1.03021	-3	-0.00010	0.00190	-0.02522	-0.02711
	0.00200	1.03021	-4	0.01480	0.01724	0.03479	0.01754
	0.00200	1.03021	-5	-0.00398	-0.00210	-0.01709	-0.01499
UNSP-I	0.00081	0.83234	5	0.00605	0.00585	-0.02325	-0.02910
	0.00081	0.83234	4	0.02485	0.02150	0.07501	0.05351
	0.00081	0.83234	3	0.00255	0.00294	0.01267	0.00973
	0.00081	0.83234	2	0.00104	0.00168	-0.01251	-0.01419
	0.00081	0.83234	1	0.02102	0.01831	0.00000	-0.01831

Universitas Indonesia

Emiten	Koefisien $\alpha$	Koefisien $\beta$	Event Window	$R_{mt}$	Expected Return	Actual Return	Abnormal Return
	0.00081	0.83234	0	-0.00025	0.00061	-0.01236	-0.01297
	0.00081	0.83234	-1	0.01327	0.01186	0.02534	0.01348
	0.00081	0.83234	-2	0.00113	0.00175	0.02597	0.02421
	0.00081	0.83234	-3	0.00620	0.00597	-0.03750	-0.04348
	0.00081	0.83234	-4	-0.00351	-0.00210	0.06666	0.06877
	0.00081	0.83234	-5	0.01612	0.01423	0.00000	-0.01423
<b>MEDC</b>	0.00302	1.09852	5	0.02955	0.03549	0.00000	-0.03549
	0.00302	1.09852	4	0.01986	0.02484	0.04317	0.01833
	0.00302	1.09852	3	-0.00939	-0.00729	-0.01418	-0.00690
	0.00302	1.09852	2	0.00295	0.00626	0.04444	0.03818
	0.00302	1.09852	1	0.02145	0.02659	0.00000	-0.02659
	0.00302	1.09852	0	-0.00385	-0.00120	-0.02877	-0.02757
	0.00302	1.09852	-1	-0.02615	-0.02570	-0.03472	-0.00902
	0.00302	1.09852	-2	-0.01092	-0.00897	0.00000	0.00897
	0.00302	1.09852	-3	-0.01031	-0.00830	-0.02041	-0.01210
	0.00302	1.09852	-4	0.00933	0.01327	0.02083	0.00756
	0.00302	1.09852	-5	0.00554	0.00911	0.03597	0.02686
<b>INPC</b>	0.00936	0.77564	5	0.01393	0.02016	0.00000	-0.02016
	0.00936	0.77564	4	-0.00784	0.00328	-0.03226	-0.03553
	0.00936	0.77564	3	0.00233	0.01117	0.00000	-0.01117
	0.00936	0.77564	2	0.00806	0.01561	0.03333	0.01772
	0.00936	0.77564	1	0.00208	0.01097	0.00000	-0.01097
	0.00936	0.77564	0	0.00768	0.01532	-0.03226	-0.04758
	0.00936	0.77564	-1	0.01094	0.01785	0.00000	-0.01785
	0.00936	0.77564	-2	-0.00963	0.00189	0.00000	-0.00189
	0.00936	0.77564	-3	0.01811	0.02341	0.03333	0.00992
	0.00936	0.77564	-4	-0.00882	0.00252	0.00000	-0.00252
	0.00936	0.77564	-5	-0.01691	-0.00376	-0.03226	-0.02850
<b>BATI</b>	0.00193	1.23555	5	0.01162	0.01628	-0.16667	-0.18295
	0.00193	1.23555	4	0.00195	0.00434	0.00000	-0.00434
	0.00193	1.23555	3	-0.00842	-0.00847	0.00000	0.00847
	0.00193	1.23555	2	-0.01181	-0.01266	0.00000	0.01266
	0.00193	1.23555	1	-0.00677	-0.00644	0.00000	0.00644
	0.00193	1.23555	0	-0.00010	0.00181	0.00000	-0.00181
	0.00193	1.23555	-1	0.01480	0.02021	0.00000	-0.02021
	0.00193	1.23555	-2	-0.00398	-0.00298	0.00000	0.00298
	0.00193	1.23555	-3	-0.00085	0.00088	0.00000	-0.00088
	0.00193	1.23555	-4	0.00707	0.01067	0.00000	-0.01067
	0.00193	1.23555	-5	-0.01389	-0.01523	0.01587	0.03110
<b>KOPI</b>	0.00499	0.00276	5	0.00878	0.00502	-0.16667	-0.17169
	0.00499	0.00276	4	0.00889	0.00502	-0.07692	-0.08194
	0.00499	0.00276	3	0.00585	0.00501	-0.07143	-0.07644
	0.00499	0.00276	2	0.01567	0.00504	-0.06667	-0.07170
	0.00499	0.00276	1	0.00465	0.00501	-0.21053	-0.21553
	0.00499	0.00276	0	0.00894	0.00502	0.46154	0.45652
	0.00499	0.00276	-1	-0.00483	0.00498	0.20370	0.19872

Universitas Indonesia

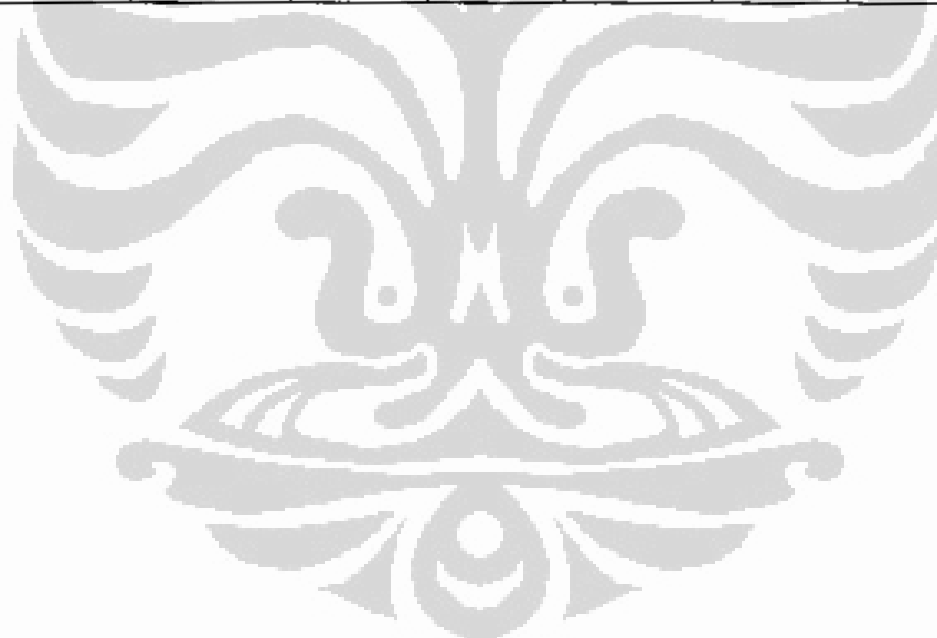
Emiten	Koefisien $\alpha$	Koefisien $\beta$	Event Window	$R_{mt}$	Expected Return	Actual Return	Abnormal Return
	0.00499	0.00276	-2	-0.00645	0.00498	0.80000	0.79502
	0.00499	0.00276	-3	-0.00090	0.00499	0.00000	-0.00499
	0.00499	0.00276	-4	-0.00331	0.00499	1.00000	0.99501
	0.00499	0.00276	-5	0.00505	0.00501	0.50000	0.49499
SRSN-2	0.00814	0.53143	5	-0.00010	0.00809	0.00000	0.00010
	0.00814	0.53143	4	0.01480	0.01601	0.00000	-0.01480
	0.00814	0.53143	3	-0.00398	0.00603	0.00000	0.00398
	0.00814	0.53143	2	-0.00085	0.00769	0.00000	0.00085
	0.00814	0.53143	1	0.00707	0.01190	0.00000	-0.00707
	0.00814	0.53143	0	-0.01389	0.00076	0.16667	0.18055
	0.00814	0.53143	-1	-0.00154	0.00732	-0.14286	-0.14132
	0.00814	0.53143	-2	0.00241	0.00942	0.16667	0.16426
	0.00814	0.53143	-3	0.00120	0.00878	0.00000	-0.00120
	0.00814	0.53143	-4	-0.01253	0.00148	0.00000	0.01253
	0.00814	0.53143	-5	0.00516	0.01088	0.00000	-0.00516
ADES	0.00033	1.14472	5	-0.00480	-0.00516	-0.01974	-0.01457
	0.00033	1.14472	4	0.01573	0.01833	0.00662	-0.01171
	0.00033	1.14472	3	0.01103	0.01296	0.00000	-0.01296
	0.00033	1.14472	2	-0.01126	-0.01256	0.00667	0.01922
	0.00033	1.14472	1	-0.00358	-0.00377	-0.03846	-0.03470
	0.00033	1.14472	0	0.00778	0.00923	-0.01887	-0.02810
	0.00033	1.14472	-1	0.02529	0.02928	-0.00625	-0.03553
	0.00033	1.14472	-2	0.02206	0.02558	0.00629	-0.01929
	0.00033	1.14472	-3	0.00338	0.00420	0.08163	0.07743
	0.00033	1.14472	-4	0.00709	0.00845	-0.02649	-0.03494
	0.00033	1.14472	-5	0.00901	0.01065	0.00000	-0.01065
TOTO-2	0.00039	0.33070	5	-0.00116	0.00001	0.00000	-0.00001
	0.00039	0.33070	4	0.00745	0.00285	0.00000	-0.00285
	0.00039	0.33070	3	-0.00401	-0.00094	0.00000	0.00094
	0.00039	0.33070	2	0.00301	0.00139	0.00000	-0.00139
	0.00039	0.33070	1	0.00514	0.00209	0.00000	-0.00209
	0.00039	0.33070	0	-0.00041	0.00025	0.00000	-0.00025
	0.00039	0.33070	-1	0.00576	0.00229	0.00000	-0.00229
	0.00039	0.33070	-2	-0.00371	-0.00084	0.00000	0.00084
	0.00039	0.33070	-3	0.00053	0.00056	0.00000	-0.00056
	0.00039	0.33070	-4	0.00705	0.00272	0.00000	-0.00272
	0.00039	0.33070	-5	0.01531	0.00545	0.00000	-0.00545
SMSM	-0.00094	0.35561	5	0.01732	0.00522	0.00000	-0.00522
	-0.00094	0.35561	4	0.00325	0.00022	0.00000	-0.00022
	-0.00094	0.35561	3	0.01121	0.00305	0.00000	-0.00305
	-0.00094	0.35561	2	0.00457	0.00069	0.00000	-0.00069
	-0.00094	0.35561	1	0.00154	-0.00039	0.01963	0.02001
	-0.00094	0.35561	0	0.00467	0.00072	-0.15000	-0.15072
	-0.00094	0.35561	-1	0.00000	-0.00094	0.00000	0.00094
	-0.00094	0.35561	-2	0.00272	0.00003	0.00000	-0.00003
	-0.00094	0.35561	-3	0.00258	-0.00002	0.15383	0.15384
	-0.00094	0.35561	-4	-0.00145	-0.00145	0.00000	0.00145

Universitas Indonesia

Emiten	Koefisien $\alpha$	Koefisien $\beta$	Event Window	$R_{mt}$	Expected Return	Actual Return	Abnormal Return
	-0.00094	0.35561	-5	0.00322	0.00021	0.00000	-0.00021
IATG-3	0.00835	0.49149	5	0.00325	0.00994	-0.03226	-0.04220
	0.00835	0.49149	4	0.01121	0.01386	0.03333	0.01947
	0.00835	0.49149	3	0.00457	0.01060	-0.03226	-0.04285
	0.00835	0.49149	2	0.00154	0.00911	-0.03125	-0.04036
	0.00835	0.49149	1	0.00467	0.01064	0.00000	-0.01064
	0.00835	0.49149	0	0.00272	0.00968	0.00000	-0.00968
	0.00835	0.49149	-1	0.00258	0.00962	0.00000	-0.00962
	0.00835	0.49149	-2	-0.00145	0.00764	-0.03030	-0.03794
	0.00835	0.49149	-3	0.00322	0.00993	0.00000	-0.00993
	0.00835	0.49149	-4	-0.00662	0.00509	-0.08333	-0.08843
	0.00835	0.49149	-5	0.01462	0.01553	0.00000	-0.01553
UNSP-2	0.00168	0.87788	5	0.04074	0.03745	0.04939	0.01194
	0.00168	0.87788	4	-0.00687	-0.00435	-0.05814	-0.05379
	0.00168	0.87788	3	-0.03555	-0.02952	-0.03371	-0.00419
	0.00168	0.87788	2	-0.00047	0.00127	-0.01657	-0.01785
	0.00168	0.87788	1	0.00644	0.00734	0.01685	0.00951
	0.00168	0.87788	0	-0.03932	-0.03284	-0.03783	-0.00499
	0.00168	0.87788	-1	0.02187	0.02088	0.08823	0.06735
	0.00168	0.87788	-2	-0.02826	-0.02313	-0.01163	0.01150
	0.00168	0.87788	-3	-0.01224	-0.00906	-0.01714	-0.00808
	0.00168	0.87788	-4	-0.00274	-0.00072	-0.01130	-0.01058
	0.00168	0.87788	-5	0.00879	0.00940	0.01143	0.00203
BNGA	-0.00051	1.20405	5	0.00326	0.00342	-0.01021	-0.01362
	-0.00051	1.20405	4	0.00107	0.00077	0.00000	-0.00077
	-0.00051	1.20405	3	0.01570	0.01839	0.00000	-0.01839
	-0.00051	1.20405	2	-0.01715	-0.02116	0.02084	0.04200
	-0.00051	1.20405	1	-0.00987	-0.01240	0.00000	0.01240
	-0.00051	1.20405	0	-0.00678	-0.00868	0.00000	0.00868
	-0.00051	1.20405	-1	-0.00106	-0.00179	0.00000	0.00179
	-0.00051	1.20405	-2	0.00542	0.00601	0.06666	0.06065
	-0.00051	1.20405	-3	0.01534	0.01796	0.07143	0.05347
	-0.00051	1.20405	-4	-0.00939	-0.01182	0.03703	0.04886
	-0.00051	1.20405	-5	-0.01875	-0.02309	-0.02409	-0.00100
LCGP	-0.00404	1.26198	5	-0.01183	-0.01897	-0.01200	0.00697
	-0.00404	1.26198	4	0.00107	-0.00270	-0.01186	-0.00917
	-0.00404	1.26198	3	0.01570	0.01577	0.02430	0.00853
	-0.00404	1.26198	2	-0.01715	-0.02568	0.01243	0.03811
	-0.00404	1.26198	1	-0.00987	-0.01650	-0.02413	-0.00763
	-0.00404	1.26198	0	-0.00678	-0.01260	-0.03487	-0.02227
	-0.00404	1.26198	-1	-0.00106	-0.00538	0.07498	0.08036
	-0.00404	1.26198	-2	0.00542	0.00279	0.02568	0.02289
	-0.00404	1.26198	-3	0.01534	0.01532	0.03999	0.02467
	-0.00404	1.26198	-4	-0.00939	-0.01590	0.01346	0.02936
	-0.00404	1.26198	-5	-0.01875	-0.02770	0.01379	0.04149
BUMI-4	0.00563	1.39549	5	0.01603	0.02800	0.00794	-0.02006
	0.00563	1.39549	4	0.00332	0.01026	-0.01563	-0.02589

Universitas Indonesia

Emiten	Koefisien $\alpha$	Koefisien $\beta$	Event Window	$R_{int}$	Expected Return	Actual Return	Abnormal Return
	0.00563	1.39549	3	0.00406	0.01130	0.00787	-0.00342
	0.00563	1.39549	2	0.01846	0.03140	0.05833	0.02694
	0.00563	1.39549	1	-0.00602	-0.00277	0.00000	0.00277
	0.00563	1.39549	0	-0.00522	-0.00164	0.00000	0.00164
	0.00563	1.39549	-1	0.00224	0.00876	-0.00826	-0.01702
	0.00563	1.39549	-2	0.00926	0.01856	0.00833	-0.01023
	0.00563	1.39549	-3	0.02128	0.03533	0.04348	0.00815
	0.00563	1.39549	-4	0.00000	0.00563	0.00000	-0.00563
	0.00563	1.39549	-5	0.00000	0.00563	0.00000	-0.00563
INDF	0.00156	1.28769	5	0.00371	0.00633	0.01064	0.00431
	0.00156	1.28769	4	-0.05044	-0.06339	-0.05051	0.01288
	0.00156	1.28769	3	-0.00744	-0.00802	0.02062	0.02864
	0.00156	1.28769	2	-0.00307	-0.00240	-0.03960	-0.03720
	0.00156	1.28769	1	0.00173	0.00379	-0.05608	-0.05987
	0.00156	1.28769	0	0.02329	0.03155	0.00944	-0.02211
	0.00156	1.28769	-1	-0.04273	-0.05346	-0.08620	-0.03274
	0.00156	1.28769	-2	-0.00256	-0.00174	0.00000	0.00174
	0.00156	1.28769	-3	0.01262	0.01781	-0.00855	-0.02636
	0.00156	1.28769	-4	0.07641	0.09995	0.07340	-0.02655
	0.00156	1.28769	-5	0.07057	0.09243	0.03809	-0.05434



Universitas Indonesia





**Lampiran 4. Uji Signifikansi Perbandingan *Abnormal Return* Sebelum dan Sesudah Kejadian Pengumuman**

<i>Paired Samples Statistics</i>									
		<i>Mean</i>	<i>N</i>	<i>Std. Deviation</i>	<i>Std. Error Mean</i>				
Pair 1	sebelum	.0224190	23	.10608611	.02212048				
	sesudah	-.0069319	23	.02947164	.00614526				
<i>Paired Samples Correlations</i>									
		<i>N</i>	<i>Correlation</i>	<i>Sig.</i>					
Pair 1	sebelum & sesudah	23	-.803	.000					
<i>Paired Samples Test</i>									
<i>Paired Differences</i>									
		<i>Mean</i>	<i>Std. Deviation</i>	<i>Std. Error Mean</i>	<i>95% Confidence Interval of the Difference</i>		<i>t</i>	<i>df</i>	<i>Sig. (2-tailed)</i>
		<i>Lower</i>	<i>Upper</i>						
Pair 1	sebelum - sesudah	.02935086	.13093767	.02730239	-.02727084	.08597256	1.075	22	.294

Keterangan : Uji Signifikansi *two sample t-test (one tailed test)* dengan *critical value* 1.717 pada level signifikansi 5%

Sumber: data harga saham emiten dan IHSG, diolah statistik dengan SPSS 17

## Lampiran 5. Data untuk Regresi Berganda 1

Emiten	CAR	Ukuran Perusahaan Pengakuisisi	Jenis Perusahaan target
IATG-2	0.12398	Rp 493,830,106,000	0
SRSN-1	0.29663	Rp 205,700,000,000	1
TIRT-2	0.00644	Rp 78,748,800,000	1
JTPE	0.07671	Rp 150,360,000,000	1
MYRX-1	-0.36745	Rp 245,813,444,100	1
IGAR	-0.12254	Rp 149,310,000,000	1
ABBA	-0.00076	Rp 316,800,000,000	1
DUTI	-0.03807	Rp 1,529,580,000,000	1
UNSP-1	0.03754	Rp 889,043,400,000	1
MEDC	-0.01778	Rp 10,470,621,790,000	1
INPC	-0.14853	Rp 1,362,062,500,000	1
BATI	-0.15919	Rp 563,376,000,000	1
KOPI	2.31797	Rp 8,288,000,000	1
SRSN-2	0.19272	Rp 257,054,000,000	1
ADES	-0.10579	Rp 218,471,424,000	1
TOTO-2	-0.01582	Rp 281,562,624,000	1
SMSM	0.01638	Rp 374,601,837,400	0
IATG-3	-0.28771	Rp 168,295,044,500	1
UNSP-2	0.00293	Rp 6,203,024,100,000	1
BNGA	0.19417	Rp 7,621,166,945,000	0
LCGP	0.21322	Rp 108,546,400,000	1
BUMI-4	-0.04819	Rp 113,629,824,000,000	0
INDF	-0.21141	Rp 12,331,230,980,000	0

Keterangan : Jenis Perusahaan Target → 0 : publik, 1 : *private*

## Lampiran 6. Output Regresi Berganda 1

Model Summary						
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	.089	.008	-.091	.53541722		
ANOVA						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.045	2	.023	.079	.925
	Residual	5.733	20	.287		
	Total	5.778	22			
Coefficients						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.047	.281		.168	.869
	SIZEp	.000	.000	-.055	-.218	.829
	JenisTarget	.059	.305	.049	.194	.848

Keterangan : Uji regresi berganda *t-test (one tailed test)* dengan *critical value* 1.717 pada level signifikansi 5%

Sumber: data harga saham emiten, IHSG, dan laporan keuangan, diolah statistik dengan SPSS 17

## Lampiran 7. Data untuk Regresi Berganda 2

Emiten	CAR	Ukuran Perusahaan Pengakuisisi (SIZE <sub>p</sub> )	Jenis Perusahaan Target	Metode Pembayaran	Ukuran Realtif Perusahaan target (SIZE <sub>t</sub> )
IATG-2	0.12398	Rp 493,830,106,000	0	1	0.0786
TIRT-2	0.00644	Rp 78,748,800,000	1	1	0.0420
JTPE	0.07671	Rp 150,360,000,000	1	1	0.0991
MYRX-1	-0.36745	Rp 245,813,444,100	1	1	0.2848
ABBA	-0.00076	Rp 316,800,000,000	1	0	0.1263
DUTI	-0.03807	Rp 1,529,580,000,000	1	1	0.0337
UNSP-1	0.03754	Rp 889,043,400,000	1	1	0.0562
MEDC	-0.01778	Rp 10,470,621,790,000	1	1	0.0286
KOPI	2.31797	Rp 8,288,000,000	1	1	2.0100
IATG-3	-0.28771	Rp 168,295,044,500	1	1	0.3019
UNSP-2	0.00293	Rp 6,203,024,100,000	1	1	0.0419
LCGP	0.21322	Rp 108,546,400,000	1	1	0.5405
BUMI-4	-0.04819	Rp 113,629,824,000,000	0	1	0.0449
INDF	-0.21141	Rp 12,331,230,980,000	0	1	0.3157

Keterangan : Jenis Perusahaan Target → 0 : publik, 1 : *private*

Metode Pembayaran → 1 : *cash*, 0 : saham

Universitas Indonesia

## Lampiran 8. Output Regresi Berganda 2

Model Summary								
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate				
1	.919 <sup>a</sup>	.845	.775	.30747974				
ANOVA								
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.		
1	Regression	4.624	4	1.156	12.226	.001		
	Residual	.851	9	.095				
	Total	5.474	13					
Coefficients								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-.217	.394		-.550	.595		
	SIZEp	.000	.000	.067	.416	.687	.666	1.502
	TYPE	.070	.247	.046	.283	.783	.660	1.516
	METHOD	-.058	.325	-.024	-.180	.861	.966	1.035
	SIZEt	1.154	.168	.923	6.874	.000	.958	1.044

Keterangan : Uji regresi berganda *t-test (one tailed test)* dengan critical value 1.771 pada level signifikansi 5% untuk variabel independen TYPE, METHOD, dan SIZEt

Sumber: data harga saham emiten, IHSG, dan laporan keuangan, diolah statistik dengan SPSS 17

### Lampiran 9. Uji Normalitas dengan Uji Kolmogorov-Smirnov

#### One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		14
Normal Parameters <sup>a,b</sup>	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.25583861
Most Extreme Differences	Absolute	.261
	Positive	.142
	Negative	-.261
Kolmogorov-Smirnov Z		.975
Asymp. Sig. (2-tailed)		.298

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Sumber: Diolah secara statistik dengan SPSS 17

### Lampiran 10. Uji Multikolinearitas dengan Uji Korelasi Pearson

#### Correlations

		CAR	SIZEp	TYPE	METHOD	Sizet
Pearson Correlation	CAR	1.000	-.108	.146	.058	.917
	SIZEp	-.108	1.000	-.573	.098	-.158
	TYPE	.146	-.573	1.000	-.145	.146
	METHOD	.058	.098	-.145	1.000	.089
	Sizet	.917	-.158	.146	.089	1.000
Sig. (1-tailed)	CAR		.357	.310	.422	.000
	SIZEp	.357		.016	.370	.295
	TYPE	.310	.016		.311	.309
	METHOD	.422	.370	.311		.382
	Sizet	.000	.295	.309	.382	
N	CAR	14	14	14	14	14
	SIZEp	14	14	14	14	14
	TYPE	14	14	14	14	14
	METHOD	14	14	14	14	14
	Sizet	14	14	14	14	14

Sumber: Diolah secara statistik dengan SPSS 17

Universitas Indonesia

### Lampiran 11. Uji Multikolinearitas dengan *Eigen Value* dan *Condition Index*

#### Collinearity Diagnostics<sup>a</sup>

Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions				
				(Constant)	SIZE <sub>p</sub>	TYPE	METHOD	Sizet
1	1	3.219	1.000	.00	.01	.01	.01	.03
	2	1.026	1.771	.00	.46	.01	.00	.09
	3	.613	2.292	.00	.08	.02	.00	.88
	4	.114	5.312	.01	.37	.65	.22	.00
	5	.028	10.760	.98	.08	.30	.77	.00

a. *Dependen variable: CAR*

Sumber: Diolah secara statistik dengan SPSS 17

### Lampiran 12. Uji Signifikansi Perbandingan *Cumulative Abnormal Return* Sebelum dan Sesudah Kejadian Pengumuman dengan *Event Window* [-5,+5]

Paired Samples Statistics									
		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean				
Pair 1	sebelum	.0716882	23	.35191306	.07337895				
	sesudah	.1003638	23	.55422818	.11556456				
Paired Samples Correlations									
		N	Correlation	Sig.					
Pair 1	sebelum & sesudah	23	.995	.000					
Paired Samples Test									
Paired Differences									
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference		t	df	Sig. (2-tailed)
					Lower	Upper			
Pair 1	sebelum - sesudah	-.02867563	.20687607	.04313664	-.11813555	.06078429	-.665	22	.513

Keterangan : Uji Signifikansi *two sample t-test (one tailed test)* dengan *critical value* 1.717 pada level signifikansi 5%

Sumber: data harga saham emiten dan IHSG, diolah statistik dengan SPSS 17

Universitas Indonesia

**Lampiran 13. Uji Signifikansi Perbandingan *Abnormal Return* Sebelum dan Sesudah Kejadian Pengumuman dengan *Event Window* [-10,+10]**

<i>Paired Samples Statistics</i>									
		<i>Mean</i>	<i>N</i>	<i>Std. Deviation</i>	<i>Std. Error Mean</i>				
Pair 1	sebelum	.0161636	23	.07404084	.01543858				
	sesudah	.0018151	23	.01715374	.00357680				
<i>Paired Samples Correlations</i>									
		<i>N</i>	<i>Correlation</i>	<i>Sig.</i>					
Pair 1	sebelum & sesudah	23	.772	.000					
<i>Paired Samples Test</i>									
<i>Paired Differences</i>					<i>t</i>	<i>df</i>	<i>Sig. (2-tailed)</i>		
		<i>Mean</i>	<i>Std. Deviation</i>	<i>Std. Error Mean</i>	<i>95% Confidence Interval of the Difference</i>				
					<i>Lower</i>	<i>Upper</i>			
Pair 1	sebelum - sesudah	.01434851	.06176734	.01287938	-.01236169	.04105872	1.114	22	.277

Keterangan : Uji Signifikansi *two sample t-test (one tailed test)* dengan *critical value* 1.717 pada level signifikansi 5%

Sumber: data harga saham emiten dan IHSG, diolah statistik dengan SPSS 17



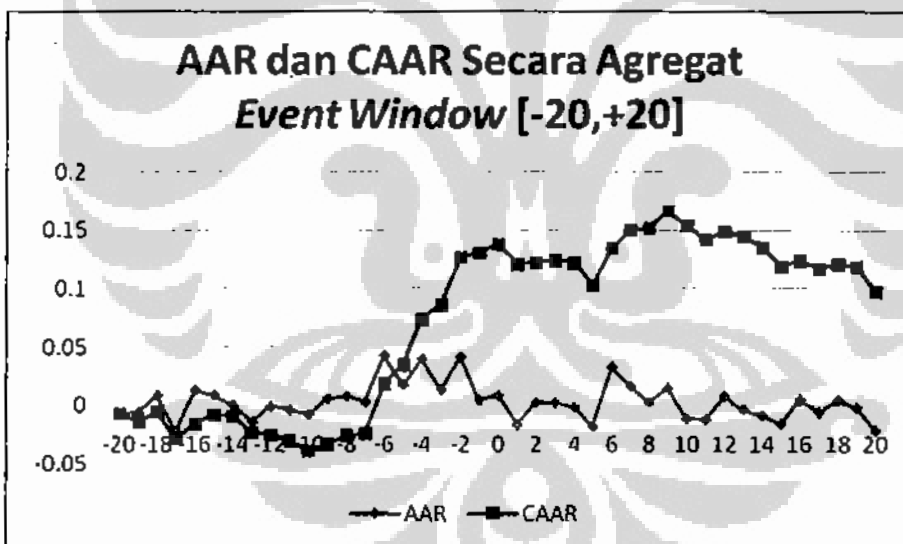
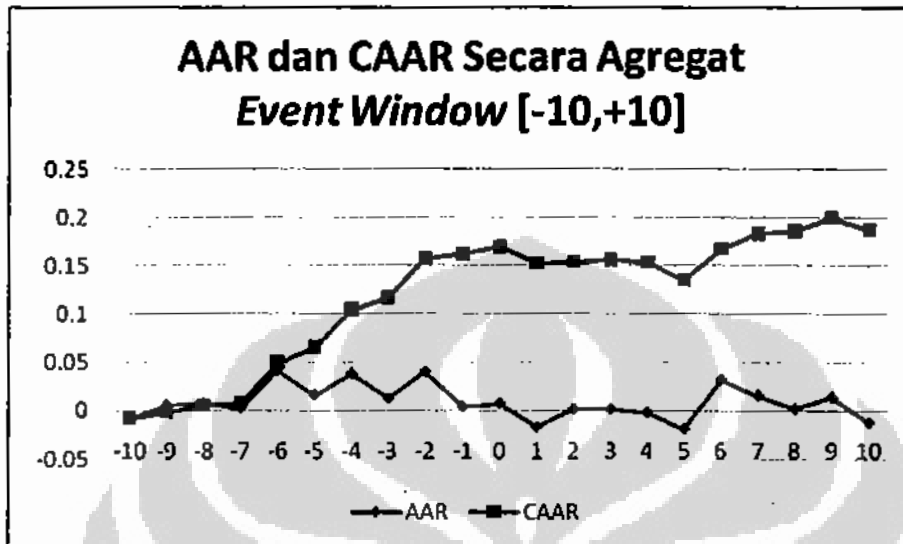
**Lampiran 14. Uji Signifikansi Perbandingan *Cumulative Abnormal Return*  
Sebelum dan Sesudah Kejadian Pengumuman dengan *Event Window*  
[-10,+10]**

<i>Paired Samples Statistics</i>									
		<i>Mean</i>	<i>N</i>	<i>Std. Deviation</i>	<i>Std. Error Mean</i>				
Pair 1	sebelum	.0659669	23	.30964899	.06456628				
	sesudah	.1684646	23	.84376639	.17593745				
<i>Paired Samples Correlations</i>									
		<i>N</i>	<i>Correlation</i>	<i>Sig.</i>					
Pair 1	sebelum & sesudah	23	.977	.000					
<i>Paired Samples Test</i>									
<i>Paired Differences</i>							<i>t</i>	<i>df</i>	<i>Sig. (2-tailed)</i>
	<i>Mean</i>	<i>Std. Deviation</i>	<i>Std. Error Mean</i>	<i>95% Confidence Interval of the Difference</i>					
				<i>Lower</i>	<i>Upper</i>				
Pair 1	sebelum - sesudah	-.10249769	.54524708	.11369188	-.33828021	.13328482	-.902	22	.377

Keterangan : Uji Signifikansi *two sample t-test (one tailed test)* dengan *critical value* 1.717 pada level signifikansi 5%

Sumber: data harga saham emiten dan IHSG, diolah statistik dengan SPSS 17

Lampiran 15. Grafik Pergerakan AAR dan CAAR Selama *Event Window* yang Diperpanjang



**Lampiran 16. Uji Signifikaasi Perbandingan *Abnormal Return* Sebelum dan Sesudah Kejadian Pengumuman dengan *Event Window* [-20,+20]**

Paired Samples Statistics									
		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean				
Pair 1	sebelum	.0064973	23	.03763762	.00784799				
	sesudah	-.0020275	23	.00803004	.00167438				
Paired Samples Correlations									
		N	Correlation	Sig.					
Pair 1	sebelum & sesudah	23	.662	.001					
Paired Samples Test									
Paired Differences						t	df	Sig. (2-tailed)	
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
					Lower	Upper			
Pair 1	sebelum - sesudah	.00852472	.03287476	.00685486	-.00569139	.02274083	1.244	22	.227

Keterangan : Uji Signifikaasi *two sample t-test* (*one tailed test*) dengan *critical value* 1.717 pada level signifikansi 5%

Sumber: data harga saham emiten dan IHSG, diolah statistik dengan SPSS 17

**Lampiran 17. Uji Signifikansi Perbandingan *Cumulative Abnormal Return*  
Sebelum dan Sesudah Kejadian Pengumuman dengan *Event Window*  
[-20,+20]**

Paired Samples Statistics									
		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean				
Pair 1	sebelum	.0083492	23	.17992696	.03751737				
	sesudah	.1306050	23	.91079197	.18991325				
Paired Samples Correlations									
		N	Correlation	Sig.					
Pair 1	sebelum & sesudah	23	.904	.000					
Paired Samples Test									
Paired Differences						t	df	Sig. (2-tailed)	
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
					Lower	Upper			
Pair 1	sebelum - sesudah	-.12225581	.75215196	.15683452	-.44751071	.20299908	-.780	22	.444

Keterangan : Uji Signifikansi *two sample t-test (one tailed test)* dengan *critical value* 1.717 pada level signifikansi 5%

Sumber: data harga saham emiten dan IHSG, diolah statistik dengan SPSS 17