

BAB IV

ANALISIS HASIL PENELITIAN

4.1 Perilaku *Return* saham di seputar pengumuman metode pembayaran akuisisi

Penelitian ini dimaksudkan untuk menguji apakah pengumuman akuisisi memiliki kandungan informasi yang berpengaruh terhadap perubahan *return* dan *abnormal return* saham diseputar tanggal hari pengumuman. Perilaku *abnormal return* saham perusahaan pengakuisisi (*bidder*) di hari pengumuman akuisisi dihitung dengan model penyesuaian pasar (*market adjusted model*) dari 45 saham harian perusahaan yang melakukan akuisisi dari tahun 2001 sampai 2005. Dari 45 perusahaan sampel tersebut di bagi menjadi dua bagian yaitu 24 perusahaan pengakuisisi yang membiayai kegiatan akuisisinya dengan kas dan 21 perusahaan menggunakan saham.

Analisis ini diawali dengan menentukan *return* masing-masing saham atas dasar harga penutupan (*closing price*) selama periode pengamatan. *Return* saham harian perusahaan yang dijadikan sampel dihitung berdasarkan prosentase perubahan harga penutupan perdagangan hari ini terhadap harga penutupan perdagangan sebelumnya. Tahap selanjutnya menghitung *abnormal return* dari 45 saham harian perusahaan *bidder* yang dijadikan sampel dengan periode pengamatan selama 21 hari perdagangan bursa, yaitu 10 hari sebelum pengumuman, pada hari pengumuman dan 10 hari setelah pengumuman. Perhitungan *abnormal return* dengan menggunakan model penyesuaian pasar (*market adjusted model*) dilakukan dengan mengurangkan *return* masing-masing saham dengan *return* pasar dari Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) selama periode pengamatan mulai dari -10 sampai +10

Return saham harian dari 45 perusahaan *bidder* selama periode pengamatan yang dilakukan dalam penelitian ini serta diskripsi *return* terdapat pada bagian lampiran 1, sedangkan *adnormal return* dari perusahaan yang dijadikan sampel tersebut terdapat pada bagian lampiran 2.

4.2 Pengujian Hipotesis Pertama

Pengaruh pengumuman dari akuisisi dengan variabel kontrol metode pembayaran yaitu dengan kas atau saham terhadap *abnormal return* perusahaan pengakuisisi memiliki dua arah yaitu negatif dan positif. *Abnormal return* positif menunjukkan pemegang saham perusahaan pengakuisisi memperoleh *return* diatas *return* pasarnya pada hari perdagangan tersebut, sedangkan *adnormal return* negatif berarti *return* saham yang diperoleh lebih kecil dari *return* pasar.

Hipotesis pertama yang menyatakan pengumuman akuisisi tidak memberikan rata-rata *abnormal return* bagi pemegang saham perusahaan pengakuisisi t diseputar tanggal pengumuman akuisisi. Pengujian pada hipotesis pertama dilakukan pada AAR dan CAAR yang diuji masih merupakan gabungan dari akuisisi yang dibiayai dengan kas dan saham. Hasil pengujian kedua nilai tersebut terlihat pada tabel 4.1 berikut ini

Tabel. 4.1. Uji signifikansi AAR dan CAAR untuk Perusahaan Pengakuisisi

Periode	AAR-Total	KSE-AAR	t-hitung	CAAR	KSE	T-Hitung
-10	-0.00140	0.00538	-0.2595	-0.00140	0.00538	-0.2595
-9	0.00316	0.00677	0.4660	0.00176	0.00780	0.2257
-8	-0.01565	0.00759	-2.0627**	-0.01389	0.00979	-1.4190
-7	0.00194	0.00681	0.2851	-0.01195	0.01156	-1.0336
-6	0.00175	0.00695	0.2520	-0.01020	0.01378	-0.7404
-5	0.00414	0.00430	0.9618	-0.00606	0.01446	-0.4194
-4	-0.00318	0.00602	-0.5277	-0.00924	0.01827	-0.5056
-3	0.01081	0.01141	0.9474	0.00157	0.01219	0.1288
-2	0.00390	0.00784	0.4976	0.00547	0.01164	0.4701
-1	-0.01174	0.00521	-2.2555**	-0.00627	0.01269	-0.4942
0	0.00530	0.00847	0.6258	-0.00097	0.01302	-0.0746
1	0.00203	0.01202	0.1689	0.00106	0.01747	0.0606
2	0.00381	0.00709	0.5379	0.00487	0.01632	0.2985
3	0.00091	0.00712	0.1273	0.00578	0.01666	0.3467
4	-0.02138	0.00639	-3.3448***	-0.01560	0.01395	-1.1183
5	-0.00138	0.00694	-0.1991	-0.01699	0.01442	-1.1780
6	0.00344	0.00414	0.8313	-0.01354	0.01357	-0.9979
7	0.00020	0.00561	0.0352	-0.01334	0.01349	-0.9894
8	0.00887	0.00668	1.3264	-0.00448	0.01501	-0.2984
9	0.00489	0.01094	0.4474	0.00041	0.02028	0.0204
10	0.00412	0.00745	0.5530	0.00453	0.02137	0.2121

* t tabel (alfa 10%, dua sisi, df=n-1=44)= 1,645

** t tabel (alfa 5%, dua sisi, df=n-1=44)= 1,960

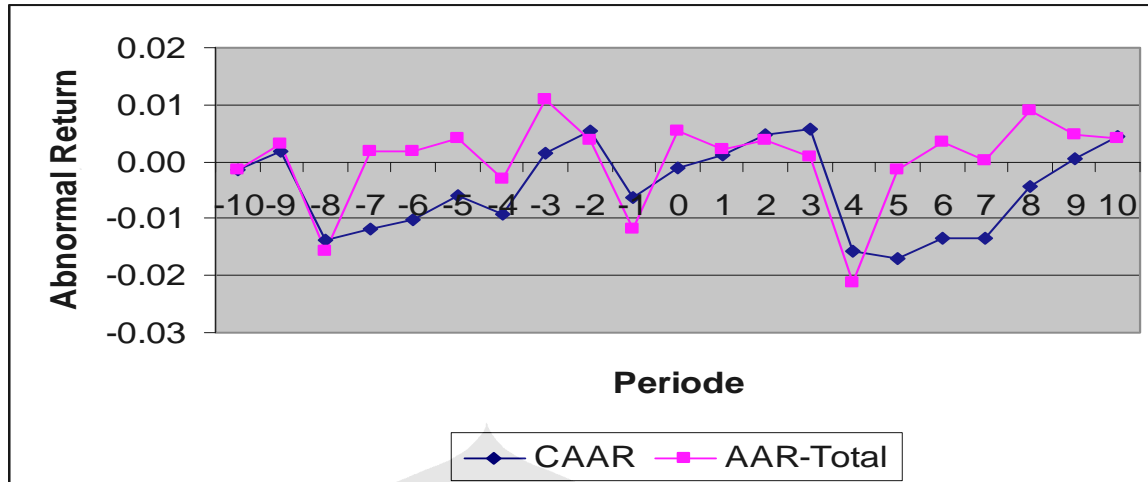
*** t tabel (alfa 1 %, dua sisi, df=n-1=44)= 2,576

Dari tabel 4.1 tersebut terlihat bahwa nilai rata-rata *abnormal return* (AAR) memiliki nilai positif 15 hari dari 21 hari pengamatan atau 71,42%, selebihnya saham menghasilkan *abnormal return* negatif sebesar 28,58% atau 6 hari pengamatan dan tidak satu pengamatan pun yang menghasilkan *abnormal return* rata-rata yang bernilai nol. Dari hasil tersebut sekilas dapat dikatakan bahwa pemegang saham perusahaan pengakuisisi (*bidder*) memperoleh kemakmuran dengan adanya peristiwa akuisisi. Akan tetapi hasil yang lebih akurat baru dapat diketahui, setelah dihitung signifikansinya.

Berdasarkan pada perhitungan t-statistik terlihat bahwa nilai *abnormal return* rata-rata yang signifikan terjadi sebelum pengumuman yaitu -8 dan -1 dengan signifikansi 5% dan setelah pengumuman terjadi pada hari +4 dengan signifikansi 1% sekilas hal tersebut menunjukkan bahwa pengumuman akuisisi mengandung informasi karena sebelum dan sesudah tanggal pengumuman pasar masih bereaksi. Akan tetapi berdasarkan hasil pengujian statistik, menunjukkan bahwa pemegang saham pengakuisisi memperoleh kemakmuran saham hanya 14,90% (3/21) atau dengan kata lain berarti ada 3 pengamatan yang menolak hipotesis nol dan 18 pengamatan yang mendukung hipotesis nol, yaitu pengumuman akuisisi tidak memberikan rata-rata *abnormal return* bagi pemegang saham perusahaan pengakuisisi di sekitar tanggal pengumuman.

Selain AAR, dihitung pula *abnormal return* rata-rata kumulatif (CAAR) untuk melihat perkembangan kemakmuran pemegang saham perusahaan yang melakukan akuisisi. Dari tabel 4.1 dan gambar 4.1 terlihat perkembangan CAAR yang cenderung meningkat tetapi peningkatan ini masih berada di posisi nilai negatif dimulai di hari -10 yang meningkat di hari -9 lalu mengalami penurunan yang sangat tajam di hari -8 tetapi penurunan ini tidak signifikan, setelah itu mengalami kenaikan terus-menerus sampai di hari -2 yaitu sebelum pengumuman, lalu mengalami penurunan di hari -1 dan dihari pengumuman yaitu di hari 0 mengalami kenaikan sampai di hari +3 sesudah pengumuman, setelah itu terjadi penurunan yang sangat tajam dihari +5 dan tidak signifikan setelah itu mengalami kenaikan yang terus-menerus sampai +10. Hal ini mengindikasikan bahwa tidak ada tambahan *abnormal return* secara kumulatif bagi pemegang saham perusahaan pengakuisisi dan untuk nilai CAAR tidak ada satu pun yang signifikan

Rata-rata kumulatif *abnormal return* (CAAR) yang mengalami kenaikan kemudian turun setelah metode pembayaran diumumkan ke publik hal ini mengindikasikan bahwa informasi tersebut telah bocor sebelum diumumkan yang ditunjukkan pada oleh reaksi pasar pada hari -2. Dari hasil pengamatan AAR dan CAAR dapat dikatakan bahwa pengumuman akuisisi tidak memberikan *abnormal return* kepada pemegang saham perusahaan pengakuisisi (*bidder*) diseputar tanggal pengumuman akuisisi. Penyebab, sedikitnya kemakmuran yang diterima pemegang saham perusahaan pengakuisisi dapat dikarenakan pelaku pasar modal memberikan tanggapan yang sama terhadap pengumuman akuisisi di sekitar tanggal pengumuman dan juga pelaku yang menyerap semua informasi yang tersedia, sehingga pasar mengantisipasinya dari peristiwa tersebut. Alasan lain yaitu pemegang saham melakukan tindakan ambil untung (*profit taking*) dari kejadian akuisisi dan adanya informasi yang *asimmetry* antara pihak yang memiliki informasi dengan pihak yang tidak memiliki informasi. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Haugen dan Langitieg (1975), Bradley dan Kim (1988), Farlianto (1996) dan Kustiawan (2001) yang menyatakan bahwa pemegang saham perusahaan pengakuisisi tidak memperoleh *abnormal return* diseputar tanggal pengumuman, hal ini disebabkan oleh adanya informasi *asymmetry* pada saat dilakukan penawaran



Gambar 4.1 AAR dan CAAR sekitar pengumuman akuisisi

4.3 Pengujian Hipotesis 2

Pengujian hipotesis kedua dilakukan dengan uji beda dua rata-rata dengan tujuan untuk mengetahui apakah terdapat yang signifikan antara rata-rata *abnormal return* akuisisi yang dibiayai dengan kas dan saham. Pengujian ini diawali dengan menghitung rata-rata *abnormal return* untuk 45 perusahaan pengakuisisi selama periode pengamatan dibagi menjadi dua kelompok, yakni rata-rata *abnormal return* 24 perusahaan yang melakukan akuisisi dengan kas dan 21 perusahaan yang melakukan akuisisi dengan dengan saham. Akan tetapi sebelum melakukan uji beda dua rata-rata terlebih dahulu akan dibuat profil akuisisi yang dibiayai dengan kas dan saham secara individu beserta uji signifikansinya sekaligus. Hasilnya seperti pada tabel 4.2 dan 4.3 berikut ini.

Dari tabel 4.2, terlihat bahwa akuisisi yang dibiayai dengan kas menghasilkan AAR yang bernilai positif sebanyak 10 hari pengamatan atau 47,62%, sedangkan sisanya bernilai negatif sebanyak 11 hari atau 52,38% dan tidak ada satu pun AAR yang signifikansi. Sedangkan rata-rata *abnormal return* kumulatif (CAAR) menghasilkan nilai positif sebanyak 12 hari (57,14%) dan nilai negatif sebanyak 9 hari (42,86%) dan tidak

ada satupun yang signifikan. Sehingga dapat dikatakan bahwa akuisisi dengan kas direspon positif, karena dapat menghasilkan kumulatif *abnormal return* yang lebih baik dari pada pembiayaan dengan saham dengan melihat nilai positif yang dihasilkan oleh CAAR yaitu sebanyak 11 hari pengamatan (52,40%) dan sebanyak 9 hari pengamatan bernilai negatif (47,60%), berarti pembiayaan dengan kas dapat memberikan kemakmuran yang lebih tinggi bagi pemegang saham.

Tabel. 4.2 Uji signifikansi AAR dan CAAR untuk akuisisi yang dibiayai dengan kas

Periode	AAR-Kas	KSE-Kas	t-hitung	CAAR-Kas	KSE	t-hitung
-10	0.00158	0.00648	0.2430	0.001575	0.006297	0.2502
-9	0.00405	0.01235	0.3280	0.005626	0.011934	0.4714
-8	-0.02361	0.02674	-0.8830	-0.017986	0.016642	-1.0808
-7	0.01545	0.01854	0.8332	-0.002537	0.019049	-0.1332
-6	-0.00188	0.00924	-0.2040	-0.004422	0.020369	-0.2171
-5	0.00700	0.01014	0.6900	0.002575	0.021754	0.1184
-4	0.00089	0.01002	0.0890	0.003467	0.028750	0.1206
-3	0.00334	0.01574	0.2122	0.006807	0.016166	0.4211
-2	0.01474	0.01805	0.8167	0.021545	0.015628	1.3786
-1	-0.01138	0.01328	-0.8571	0.010161	0.012749	0.7970
0	0.00799	0.01648	0.4849	0.018155	0.015403	1.1786
1	-0.00614	0.02128	-0.2887	0.012013	0.027221	0.4413
2	0.00963	0.01710	0.5633	0.021646	0.025557	0.8470
3	-0.00099	0.00547	-0.1816	0.020653	0.023886	0.8646
4	-0.01721	0.01834	-0.9383	0.003444	0.019925	0.1729
5	-0.00551	0.01160	-0.4752	-0.002069	0.020163	-0.1026
6	-0.00094	0.00688	-0.1372	-0.003013	0.019836	-0.1519
7	-0.00006	0.00722	-0.0083	-0.003073	0.017946	-0.1712
8	-0.00059	0.00698	-0.0842	-0.003661	0.017754	-0.2062
9	-0.00323	0.00659	-0.4894	-0.006888	0.014675	-0.4694
10	0.00597	0.01462	0.4082	-0.000922	0.018371	-0.0502

* t tabel (alfa 10%, dua sisi, $df=n-1=23$)= 1,714

** t tabel (alfa 5%, dua sisi, $df=n-1=23$)= 2,064

*** t tabel (alfa 1 %, dua sisi, $df=n-1=23$)= 2,807

Tabel 4.3 Uji signifikansi AAR dan CAAR untuk akuisisi yang dibiayai dengan Saham

Periode	AAR	KSE	T-hitung	CAAR	KSE	T-hitung
-10	-0.00479	0.00913	-0.5249	-0.00479	0.00913	-0.5249
-9	0.00213	0.00599	0.3565	-0.00266	0.00988	-0.2693
-8	-0.00655	0.00585	-1.1209	-0.00921	0.00926	-0.9945
-7	-0.01350	0.00836	-1.6147	-0.02271	0.01194	-1.9025*
-6	0.00591	0.01090	0.5418	-0.01680	0.01858	-0.9042
-5	0.00087	0.00357	0.2439	-0.01593	0.01881	-0.8469
-4	-0.00782	0.00613	-1.2763	-0.02376	0.02161	-1.0991
-3	0.01934	0.01719	1.1253	-0.00442	0.01880	-0.2348
-2	-0.00849	0.01096	-0.7744	-0.01290	0.01690	-0.7632
-1	-0.01216	0.00768	-1.5834	-0.02506	0.02265	-1.1063
0	0.00223	0.00783	0.2844	-0.02283	0.02104	-1.0850
1	0.01137	0.01295	0.8779	-0.01146	0.02124	-0.5396
2	-0.00284	0.00475	-0.5987	-0.01430	0.01904	-0.7513
3	0.00308	0.01416	0.2174	-0.01122	0.02306	-0.4866
4	-0.02615	0.01095	-2.3888**	-0.03737	0.01875	-1.9932*
5	0.00334	0.00930	0.3591	-0.03403	0.02046	-1.6634
6	0.00846	0.00404	2.0951**	-0.02558	0.01837	-1.3921
7	0.00049	0.00893	0.0551	-0.02508	0.02053	-1.2220
8	0.01967	0.01166	1.6869	-0.00542	0.02546	-0.2127
9	0.01418	0.02262	0.6266	0.00876	0.04062	0.2157
10	0.00201	0.00506	0.3971	0.01077	0.04131	0.2607

* t tabel (alfa 10%, dua sisi, df=n-1=20)= 1,725

** t tabel (alfa 5%, dua sisi, df=n-1=20)= 2,086

*** t tabel (alfa 1 %, dua sisi, df=n-1=20)= 2,845

Hal yang berbeda terlihat pada akuisisi yang dibiayai dengan saham. Dari tabel 4.3 terlihat bahwa jumlah AAR yang negatif sebanyak 8 hari atau 38,10%, sedangkan sisanya sebanyak 13 hari 61,90% yang bernilai positif. Dari AAR yang negatif tersebut, yang menghasilkan nilai signifikansi pada hari +2 ($\alpha=5\%$) dan AAR yang positif di hari

+6 ($\alpha=5\%$). Dan untuk nilai CAAR, menghasilkan nilai yang hampir semuanya negatif (90,48%) dari 21 hari pengamatan, namun mempunyai nilai signifikansi di hari -7 dan +4 atau (9,52%) dengan kata lain akuisisi yang dibiayai dengan saham direspon dengan negatif, karena tidak dapat memberikan kemakmuran bagi pemegang saham, dilihat dari rata-rata *abnormal return* kumulatif (CAAR) yang dihasilkan.

Dari pengamatan sekilas pada tabel 4.2 dan 4.3 tampak bahwa akuisisi yang dibiayai dengan kas lebih mampu memberikan tambahan *abnormal return* yang lebih tinggi dibandingkan akuisisi dengan saham, hal tersebut terlihat dari banyaknya nilai CAAR yang positif.

Selain analisis tersebut dilakukan uji coba dua rata-rata dari AAR untuk akuisisi yang dibiayai dengan kas dan saham. Hasil uji coba beda rata-rata tersebut terlihat pada tabel 4.4. Pada tabel tersebut menampilkan uji beda AAR untuk akuisisi yang dibiayai dengan kas dan saham pada AAR akuisisi yang dibiayai dengan saham, dimana nilai AAR kas lebih besar dari pada nilai AAR saham. Pada gambar 4.2 sekilas AAR yang dibiayai dengan saham sepiantas lebih besar dibandingkan dengan kas, akan tetapi jika dilihat dari gambar 4.3 yaitu CAAR akuisisi dengan pembiayaan dengan kas dapat memberikan kemakmuran yang lebih tinggi dari pada pembiayaan dengan saham dilihat dari nilai positif yang diberikan oleh CAAR tersebut. Hal ini disebabkan karena di Indonesia akuisisi yang dibiayai dengan kas dapat mempunyai kesempatan investasi yang lebih tinggi dan perusahaan *bidder* dengan mudah melakukan pengendalian, sehingga konflik antara manajemen dengan pemegang saham dapat ditekan dan menghindarinya terjadinya dilusi nilai saham

Setelah uji beda dua rata-rata, ternyata perbedaan AAR tersebut sebagian besar signifikan 76,19%. AAR yang tidak signifikan terdapat pada hari -9, -1, +3, +7 dan +10. Hal ini berarti ada 16 pengamatan menolak hipotesis nol, yang menyatakan tidak terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* saham yang diperoleh pemegang saham perusahaan pengakuisisi yang dilakukan dengan kas atau saham di seputar tanggal pengumuman. Dengan demikian hasil ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Fishman (1989), Huang dan Walking (1987), Henri Servaes (1991), Sung (1993), dan Suk dan Sung (1997) bahwa akuisisi yang dibiayai dengan kas direspon dengan positif oleh pasar dan memberikan kemakmuran bagi pemegang saham perusahaan pengakuisisi disekitar tanggal pengumuman

Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan sebelumnya yang dilakukan oleh Kustiawan (2001) dimana hasilnya menunjukkan bahwa akuisisi yang dibiayai dengan saham direspon positif oleh pasar dan memberikan kemakmuran bagi pemegang saham perusahaan pengakuisisi disekitar tanggal pengumuman.

Perbedaan ini disebabkan karena di Era-globalisasi sekarang kas merupakan hal yang terpenting dimiliki oleh setiap perusahaan, jika perusahaan mempunyai cadangan kas yang besar maka kesempatan untuk melakukan investasi cukup tinggi dan berbeda halnya dengan menggunakan saham dimana akan membutuhkan waktu yang cukup lama untuk mendapatkan kas. Pada umumnya pemilik perusahaan tidak menginginkan penurunan atas kepemilikan perusahaan tersebut dan terjadi dilusi nilai saham perusahaan pengakuisisi (Fishman, 1989; Jensen, 1986; Martin, 1996 dan Travlos, 1987).

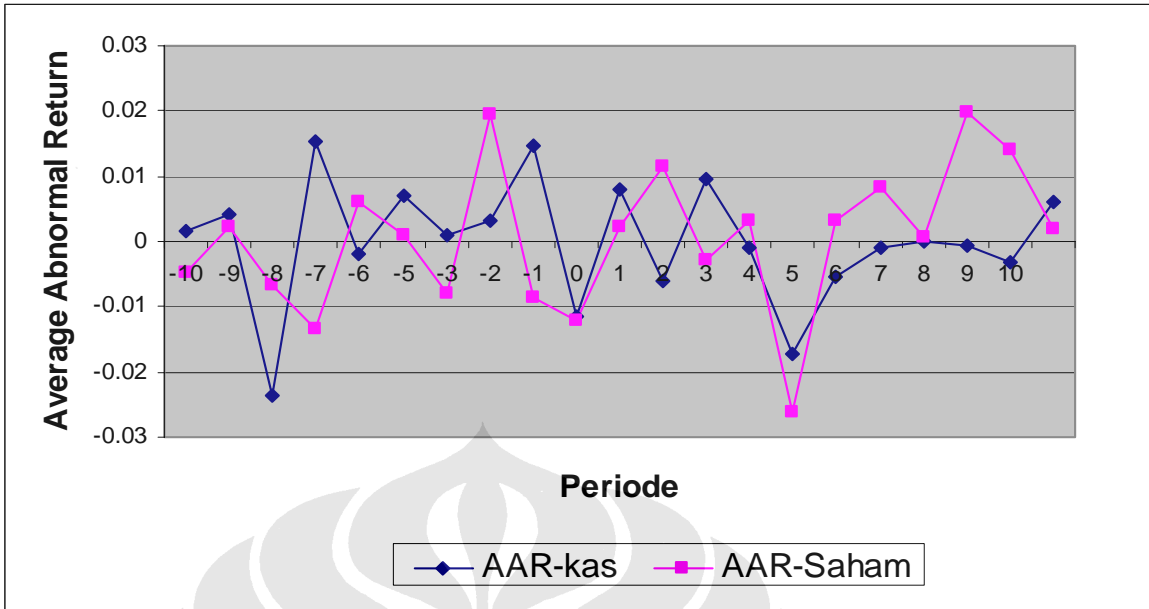
Tabel 4.4 Uji Beda Rata-rata untuk AAR dari Akuisisi dengan Kas dan Saham

Periode	AAR-kas	AAR-Saham	Beda	t-hitung
-10	0.00158	-0.00479	0.00637	2.00367**
-9	0.00405	0.00213	0.00192	0.60304
-8	-0.02361	-0.00655	-0.01706	-5.36699***
-7	0.01545	-0.01350	0.02894	9.10605***
-6	-0.00188	0.00591	-0.00779	-2.45073**
-5	0.00700	0.00087	0.00613	1.92734*
-4	0.00089	-0.00782	0.00872	2.74187***
-3	0.00334	0.01934	-0.01600	-5.03373***
-2	0.01474	-0.00849	0.02322	7.30618***
-1	-0.01138	-0.01216	0.00077	0.24314
0	0.00799	0.00223	0.00577	1.81456**
1	-0.00614	0.01137	-0.01751	-5.50980***
2	0.00963	-0.00284	0.01248	3.92499***
3	-0.00099	0.00308	-0.00407	-1.28120
4	-0.01721	-0.02615	0.00894	2.81216***
5	-0.00551	0.00334	-0.00885	-2.78492***
6	-0.00094	0.00846	-0.00940	-2.95712***
7	-0.00006	0.00049	-0.00055	-0.17363
8	-0.00059	0.01967	-0.02026	-6.37294***
9	-0.00323	0.01418	-0.01740	-5.47509***
10	0.00597	0.00201	0.00396	1.24540

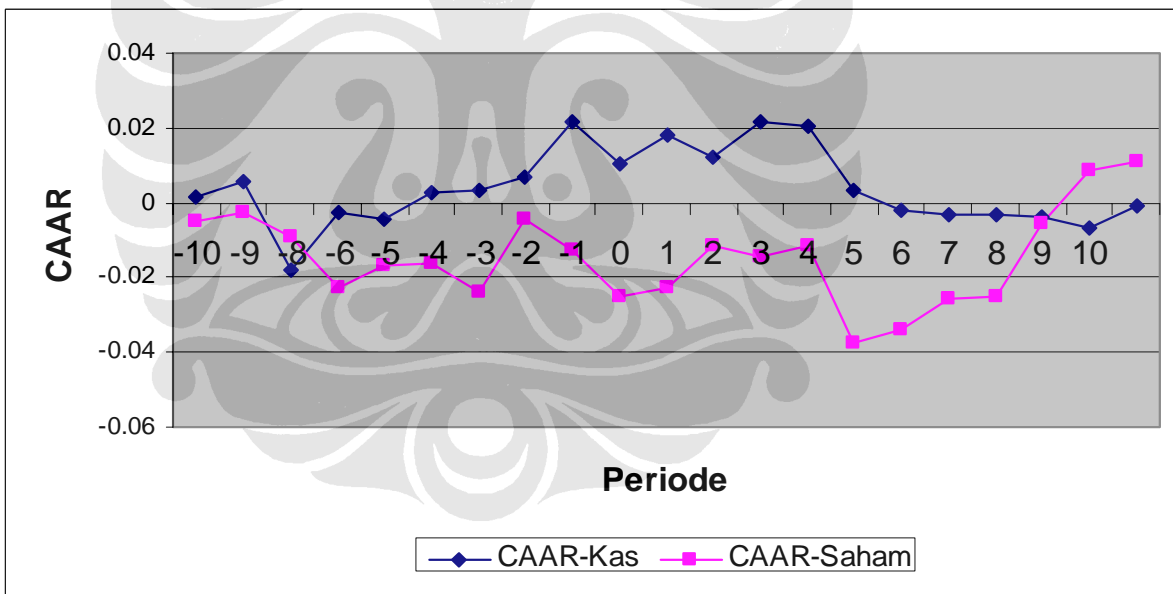
* t tabel (alfa 10%, dua sisi, $df=n-2=43$)= 1,645

** t tabel (alfa 5%, dua sisi, $df=n-2=43$)= 1,960

*** t tabel (alfa 1 %, dua sisi, $df=n-2=43$)= 2,576



Gambar 4.2 Rata-rata *Abnormal Return* yang dibiayai dengan kas atau saham



Gambar 4.3 CAAR yang dibiayai dengan kas atau saham